

إدارة المنشآت المالية

Finance Facilities Management

الاستاذ الدكتور

محمد الفاتح محمود بشير المغربي

إدارة المنشآت المالية

الاستاذ الدكتور محمد الفاتح محمود بشير المغربي

إدارة منشآت مالية متخصصة



الطبعة الأولى

٢٠١٦م

المملكة الأردنية الهاشمية

ادارة منشآت مالية متخصصة

الاستاذ الدكتور: محمد الفاتح محمود بشير المغربى

دار الجنان للنشر والتوزيع

عمان – العبدلي – مجمع جوهرة القدس التجاري – ط(M)

- هاتف: 00962 6 4659891 تلفاكس: 00962 6 4659892
- موبايل: 00962 795747460 موبايل: 00962 796295457
- هاتف السودان – الخرطوم 00249 918064984
- ص.ب ٩٢٧٤٨٦ الرمز البريدي ١١١٩٠ العبدلي
- البريد الإلكتروني: dar_ jenan@yahoo.com

daraljenanbook@gmail.com

إدارة منشآت مالية متخصصة

الاستاذ الدكتور

محمد الفاتح محمود المغربي

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

مقدمة الكتاب:

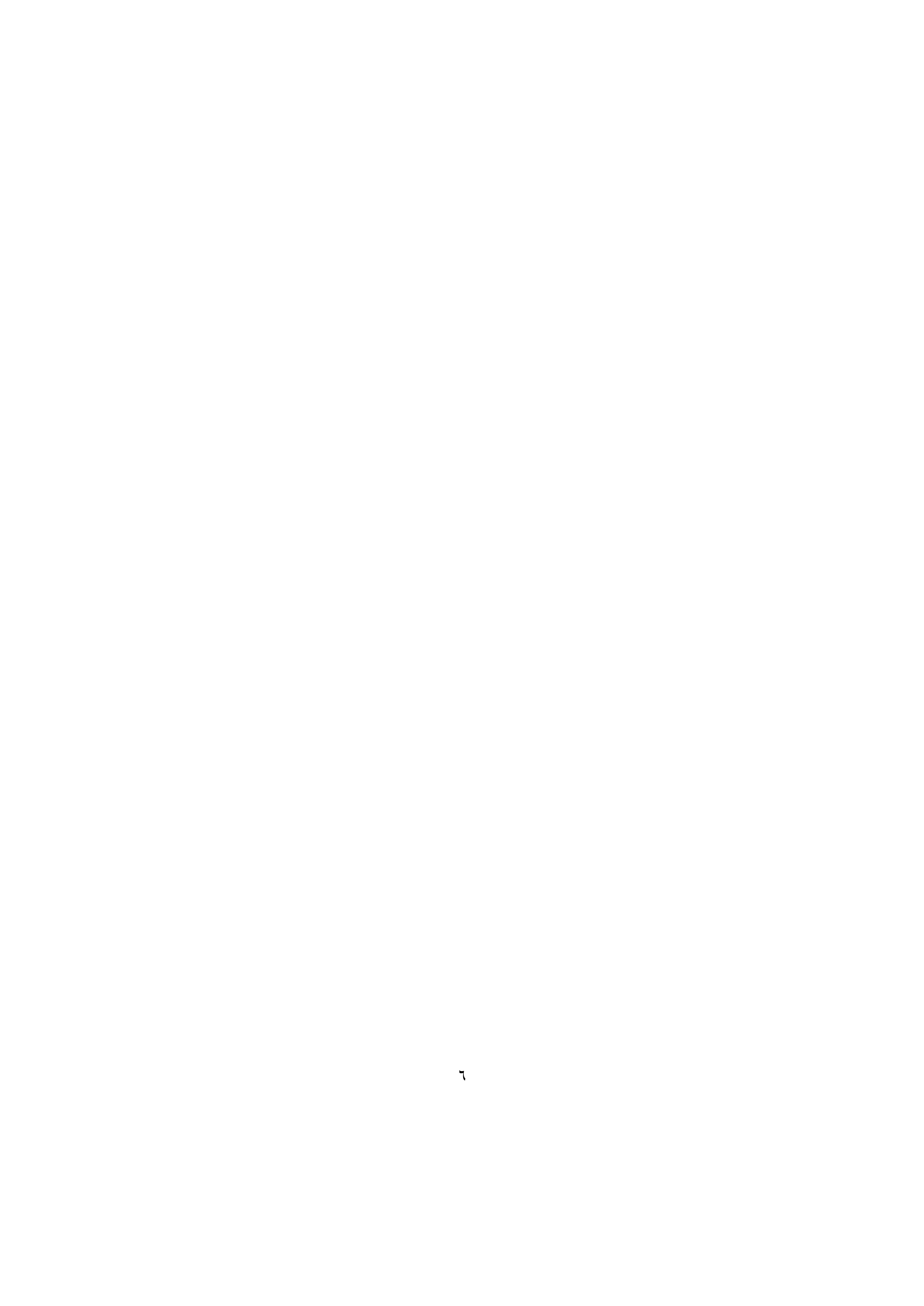
الحمد لله على نعمه التي لا تحصى وعلى هباته التي لا ينفد مددها والصلاة والسلام على سيدنا محمد مفتاح الرحمة وعين النعمة وعلى آله وصحبه وسلم.

تعتبر دراسة المنشآت المالية المتخصصة التي نتعامل فيها من الدراسات الاقتصادية الأساسية وذلك لارتباطها وتأثيرها على كافة النشاطات الاقتصادية والإنتاجية والخدمية والحكومية كما أنها تؤثر تاثيراً كبيراً على الأفراد من خلال زيادة وعيهم الادخاري والاستثماري وهذا الوعي يعتبر حجز الزاوية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

وأهمية دراسة المنشآت المالية تظهر واضحة خلال الكيفية التي يتم بها جمع وتعبئة المدخرات من الأفراد والشركات والدولة ومن ثم توجيهها نحو الاستثمارات التي تطلع لها القطاعات في أي اقتصاد.

ولقد قسم الكتاب إلي عشرة فصول تدور كلها حول المنشآت المالية المتخصصة، وباستعراض سريع لما تناوله هذه الفصول يمكن القول أن الفصل الأول تناول المصارف التجارية (طبيعتها وأهميتها وأنواعها) والفصل الثاني البورصات ومؤسسات التمويل الدولية والإقليمية والفصل الثالث التمويل والهيكل المالي للمنشأة والفصل الرابع تكلفة التمويل وقرارات الهيكل المالي للمنشأة والفصل الخامس تمويل المشروع والفصل السادس تقييم الاستثمار والإنفاق الاستثماري الفصل السابع الخطر والتأمين الفصل الثامن تخطيط أعمال مؤسسات الوساطة المالية والمؤسسات المالية الأخرى الفصل التاسع تنظيم أعمال مؤسسات الوساطة المالية والمؤسسات المالية الأخرى الفصل العاشر الرقابة على أعمال مؤسسات الوساطة المالية والمؤسسات المالية الأخرى.وفي الختام ها أنا أقدم لكم جهدي المتواضع، فإن وفقت فما توفيقي إلا بالله وإن وجدتم الأخرى فأعلموا أنه ما أوتيت من العلم إلا قليلا.

ونسأل الله التوفيق



الفصل الأول

المصارف التجارية

(طبيعتها وأهميتها وأنواعها)

١. المصارف التجارية Commercial Banks

المصارف التجارية مفهومها وخصائصها:

Specification an Concept،Commercial Banks

أولاً :مفهوم المصارف التجارية :

تعد المصارف إحدى أهم المؤسسات الوسيطة وأقدمها، وظيفتها الأساسية قبول الودائع الجارية والتوفير، ولأجل من الأفراد، والمشروعات، والإدارات العامة، وإعادة استخدامها لحسابها الخاص في منح الائتمان والخصم، وبقية العمليات المالية للوحدات الاقتصادية غير المصرفية (الدليمي ١٩٩٩، ص١٧٧) **ويمكن أن يستشف من التعريف السابق للمصارف التجارية ما يأتي:**

- إن المصارف التجارية تقبل جميع أنواع الودائع الادخارية، وبالتالي فهي تتيح للمدخرين فرصاً متنوعة لاستثمار مدخراتهم، فهناك الودائع الجارية، والتوفير، ولأجل، وشهادات الإيداع التي تمثل فرصاً استثمارية قصيرة الأجل.
- إن المصارف التجارية تقوم بتقديم خدماتها المصرفية لجميع الزبائن، أي أنها لا تقتصر على خدمة قطاع معين دون القطاعات الأخرى، ولا على فئة معينة من الأفراد دون الأخرى.
- تمنح المصارف التجارية أنواعاً مختلفة من القروض سواء قصيرة، أو متوسطة، أو طويلة الأجل، وهو ما يتيح فرصاً متنوعة للمقترضين.
- تتمتع المصارف التجارية بحرية في تمويل عدد متنوع من المشروعات الصناعية والزراعية والتجارية والخدمية.

- يمكن للمصارف التجارية المصرفية التقليدية (قبول الإيداعات، ومنح القروض) ويمكنها تقديم عدد آخر من الخدمات غير التقليدية مثل الخدمات الآلية (Computer-Based Banking Services)، ودراسات الجدوى والاستثمارات المالية، والخدمات الشخصية للزبائن، وغيرها.

ثانياً: الخصائص التي تتميز بها المصارف التجارية عن بقية المؤسسات المالية:

Commercial Banks Specifications from Other Financial Establishments

هناك عدة خصائص تتميز بها المصارف التجارية عن غيرها من المصارف الأخرى وهي كالآتي:

- **أن المصارف التجارية، كبقية المؤسسات المالية الوسيطة، تقوم بتجميع مدخرات الزبائن في صورة ودائع،** أياً كان نوع الوديعة، فإنّ المودع (صاحب الوديعة) يعتبر دائناً والمصرف مديناً، ومع ذلك فإن المصارف التجارية، هي الوحيدة بين المؤسسات المالية الوسيطة التي تسمح لدائنيها، أن يحتفظوا بودائعهم بصورة ودائع جارية (تحت الطلب) التي تكون محلاً للسحب بوساطة الصكوك، كما يمكن تحويل ملكيتها إلى طرف ثالث بوساطة استخدام الصكوك، ويترتب على ذلك أن الالتزامات المالية المترتبة على المصارف التجارية من جراء قبولها الودائع الجارية، تعتبر نقداً لإمكانية السحب عليها بالصكوك، وبالتالي بينما هي جزء من عرض النقد، المؤسسات المالية الأخرى لا تتصف بهذه الصفة.
- **تتميز المصارف التجارية بخاصية توليد ودائع جارية (تحت الطلب) جديدة،** من خلال عمليات الإقراض والاستثمار في الأوراق المالية المختلفة، والودائع الجارية الجديدة (المشتقة) بشكل نقود لم تكن موجودة أصلاً، وتستمد صفة النقود من كونها قابلة للسحب بصكوك، وينجم عن ذلك أن جزءاً مهماً من ودائع المصارف التجارية يتداول كنقود، وحيث إن الودائع الجارية هي جزء من عرض النقد، بل وإنها تشكل الشطر الأعظم منه في الدول المتقدمة صناعياً، فإن أية زيادة في الودائع الجارية تحدث إضافة إلى الكمية الإجمالية المعروضة من النقود، مع بقاء الأشياء

الأخرى على حالها، ومعنى ذلك أن للمصارف التجارية دوراً مهماً في التأثير المباشر في عرض النقد، أما المؤسسات المالية الوسيطة الأخرى، فإنها وإن كانت تقبل الودائع وتمنح القروض، شأنها في ذلك شأن المصارف التجارية، إلا أن القروض التي تمنحها لا يترتب عليها تأثيرات واضحة على عرض النقد، لأن الأموال التي تتعامل بها في مجال الائتمان لا تنشئها هذه المؤسسات المالية، وإنما تأتى من اقتراضها لها.

- **ثالثاً:دائع الجارية لدى المصارف التجارية مصدراً رئيساً من مصادر أموالها**، وتتصف هذه الودائع بقابلية السحب الفوري عليها دون إشعار مسبق، بينما في المؤسسات المالية الأخرى، الجزء الأكبر من مصادر أموالها لا يأخذ شكل ودائع ملزمة الدفع حين الطلب، ويترتب على ذلك أن تصبح المصارف التجارية أكثر عرضة إلى المخاطر في عملياتها من المؤسسات الأخرى، مما يفرض عليها التحفظ في أدائها، والحرص من غيرها على التوفيق بين متطلبات السيولة لموجوداتها (أي قدرتها على الإيفاء فوراً بمختلف التزاماتها)، والربحية (أي تعظيم إيراداتها الصافية).

ثالثاً: نشأة المصارف التجارية: Commercial Banks' Origination

يرتبط ظهور المصارف التجارية تاريخياً بتطور نشاط الصيارفة والصاغة، فمنذ وقت بعيد كان الصيارفة يحتفظون بالأموال التي يودعها لديهم التجار، ورجال الأعمال، وكل من يرغب في الحفاظ على أمواله من الضياع أو السرقة، فيقوم الصاغة والصيارفة بوضع هذه الأموال في خزائنهم مع تسليم المودع إيصالاً يتضمن مقدار وديعته، وهكذا نشأت الوظيفة التقليدية الأولى للمصارف وهي إيداع الأموال، وكان المودع إذا أراد وديعته يعطى الصائغ أو الصيرفي الإيصال، ويأخذ الوديعة، ومع مرور الزمن أصبح الأفراد يقبلون الإيصال فيما بينهم كوسيلة للتبادل، وتبقى الأموال أو الذهب، مكدساً في خزائن الصاغة، وقد تنبه الصاغة إلى هذه الحقيقة فصاروا يقرضون ما لديهم من أموال مقابل فائدة، وهكذا نشأت الوظيفة التقليدية الثانية للمصارف وهي الإقراض، أما توليد النقود أو تكوينها، فقد نشأ عندما كان القرض يأخذ شكل إيصال يحرره الصائغ (بدلاً من

الذهب أو الأموال) ويعطيه للمقترض، وخاصة بعدما أصبح الأفراد يثقون بهذه الإيصالات، لأنها قابلة للاستبدال بالذهب في أي وقت يشاءون، كما دلتهم على ذلك تجاربهم العديدة خلال تعاملهم مع الصاغة. بمعنى أن هذه المؤسسات التي تحولت مع الزمن إلى مصارف تجارية، أخذت تكون نقوداً جديدة (نقود الودائع) وهذا يمثل تحولاً كبيراً في نشاط المصارف التجارية، لأنها أصبحت قادرة على توليد نقود تضاف إلى دائرة التداول النقدي، التي كانت قبل ذلك مقتصرة على الإصدار النقدي وحده، وتتولى هذه المهمة الحكومات بوساطة بنوك الإصدار، والتي تعرف الآن بالبنوك المركزية، إن المصارف التجارية لم تعد مؤسسات مالية أو مصرفية وسيطة بين المقرضين (المدخرين)، والمقترضين (المستثمرين)، بل هي مؤسسات مالية أيضاً لها القدرة دون غيرها من المؤسسات المالية والمصرفية الأخرى على التأثير في عرض النقد من خلال إمكانيتها في توليد الائتمان المصرفي.

١ , ١ أهداف المصارف التجارية

Commercial Banks' Goals

تسعى المصارف التجارية إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسة هي: الربحية والسيولة والأمان.

- **الربحية: Profitability**

تسعى إدارة المصارف دائماً إلى تحقيق أكبر ربح ممكن لأصحاب المصرف ، إذ إن الغرض الأساسي لمدى كفاءة الإدارة، هو حجم الأرباح التي تحققها، فإذا حققت الإدارة أرباحاً أكبر فإن ذلك يعني أنها أكفأ من غيرها، كما أن الوظيفة الرئيسة لإدارة المصرف التجاري هي تحقيق الأرباح.

وحتى يتمكن المصرف من تحقيق الأرباح، ينبغي أن تكون إيراداته أكبر من تكاليفه، وتشتمل إيرادات المصرف البنود الآتية:

- الفوائد الدائنة على التسهيلات الائتمانية.
- العمولات الدائنة التي تتقاضاها المصارف، نظير خدماتها التي تقدمها للآخرين.

- أتعاب الخدمات التي تقدمها المصارف، وغير المتعلقة بطبيعة العمل المصرفي كقيامها بتقديم استشارات اقتصادية ومالية، وإعداد دراسات الجدوى الاقتصادية.
- فروقات العملة الأجنبية، أي الأرباح المتحققة من شراء العملات الأجنبية وبيعها.
- إيرادات أخرى كعوائد الاستثمار في الأوراق المالية، والعوائد المتحققة من خصم الكمبيالات، وأي أرباح رأسمالية ناتجة عن بيع المصرف لأصل من أصوله بسعر أعلى من قيمته الدفترية.

أما فيما يتعلق بتكاليف المصرف، فإنها تشتمل على الآتي:

- الفوائد المدينة على الودائع التي يقوم المصرف بدفعها.
- العمولات المدينة التي يدفعها المصرف إلى المؤسسات المالية الأخرى نظير تقديمها خدمات للمصرف ذاته.
- المصارف الإدارية والعمومية.

- **السيولة: Liquidity**

سيولة أي أصل من الأصول، تعني مدى سهولة تحويله إلى نقد بأقصى سرعة ممكنة وبأقل خسارة، وبناءً عليه، فإن البضاعة أكثر سيولة من العقارات، والذمم المدينة أكثر سيولة من البضاعة وهكذا. أما السيولة في المصارف فتعني قدرة المصرف على الوفاء بالتزاماته المتمثلة في القدرة على مجابهة طلبات سحب المودعين، ومقابلة طلبات الائتمان، وهذا يعني أن على المصارف التجارية أن تحتفظ بنسبة سيولة تمكنها من الوفاء بالتزاماتها في أي لحظة، فالمصارف التجارية لا تستطيع كبقية منشآت الأعمال الأخرى تأجيل سداد ما عليها من مستحقات ولو لبعض الوقت، فإن مجرد إشاعة عن عدم توفير سيولة كافية لدى المصرف، كفيلة بأن تزعزع ثقة المودعين، ويدفعهم فجأة لسحب ودائعهم، مما قد يعرض المصرف للإفلاس.

• **الأمان: Security**

لا يمكن للمصارف التجارية أن تستوعب خسائر تزيد على رأس المال الممتلك، فأي خسائر من هذا النوع معناها التهام جزء من أموال المودعين، وبالتالي إفلاس المصرف التجاري، لذلك تسعى المصارف التجارية بشدة إلى توفير أكبر قدر من الأمان للمودعين من خلال تجنب المشروعات ذات الدرجة العالية من المخاطرة، والى تعدد المناطق الجغرافية التي يخدمها المصرف، لأن ذلك يؤدى إلى تباين الزبائن (المودعين والمقترضين) وأنشطتهم، وتباين في مدى حساسية تلك الأنشطة للظروف الاقتصادية العامة، وباختصار تسهم الفروع في تنويع (Diversification) ودائع المصرف والقروض التي يقدمها وهو ما يقلل من احتمالات حدوث مسحوبات ضخمة مفاجئة، تعرض لمصرف لمخاطر العسر المالي.

وفي ضوء ما تقدم، يبدو أن هناك تعارض واضح بين الأهداف الثلاثة السابقة، وهو ما يمثل مشكلة الإدارة المصرفية، فعلى سبيل المثال، يمكن للمصرف التجاري تحقيق درجة سيولة عالية من خلال احتفاظه بنقدية كبيرة داخل خزائنه، إلا أن ذلك يؤثر سلبياً في هدف الربحية، فالنقدية الراكدة داخل الخزينة، لا يتولد عنها أي عائد في الوقت الذي فيه المصرف مطالب بسداد عوائد (فوائد) على إيداعات الزبائن.

وبالمنطق نفسه أيضاً، فإن المصرف التجاري يمكنه توجيه أمواله إلى الاستثمارات التي تدرعائداً مرتفعاً، وبالتالي الاقتراب من هدف الربحية، إلا أن في مقابل هذه الاستثمارات عادة ما تتسم بارتفاع درجة المخاطرة، مما قد ينجم عنها خسائر رأسمالية كبيرة للمصرف، وهو ما يدمر الهدف الثالث الذي تسعى المصارف التجارية إليه أصلاً، وهو تحقيق الأمان لأموال المودعين. إذاً ما هو الحل؟

يرى بعض الباحثين أن الهدف الأساس الذي يجب أن يسعى إليه المصرف التجاري هو تعظيم الربح (Profit Maximization)، وهو ما يستهدفه أصحاب المصرف بالدرجة الأولى، أما السيولة والأمان فيستهدفهما المودعون (Depositors) فيتحققان من خلال التشريعات وتوجيهات البنك المركزي التي تقلل احتمالات تعرض المصرف

التجاري للعسر المالي، وتزيد من حالة الأمان، ومن ثم تصبح السيولة والأمان بمثابة قيود (Constrain) وليست أهدافاً، مقارنة بهدف الربحية.

١ ,٢ أنواع المصارف التجارية

Commercial Banks، Kinds

يمكن تقسيم أنواع المصارف التجارية إلى سبعة أنواع، وهي كما يأتي:

أولاً: المصارف الفردية: Unit Banks

وهي مصارف صغيرة الحجم نسبياً، يملكها أفراد، أو شركات أشخاص، ويقتصر عملها في الغالب على منطقة صغيرة، وعادة ما تستثمر مواردها في أصول عالية السيولة مثل الأوراق المالية، والأوراق التجارية المخصومة، والأصول القابلة للتحويل إلى نقود خلال فترة زمنية قصيرة ودون خسائر أو بخسائر قليلة، أي هي تحاول دوماً تجنب المخاطر التي لا تقدر على تحملها لصغر حجمها، وضآلة إمكانياتها المالية.

ثانياً: المصارف ذات الفروع: Branch Banks

وهي تلك المصارف التي تمتلك عدداً من الفروع المنتشرة في مناطق جغرافية متفرقة، وتدار من خلال مركز رئيس (Head Office) بوساطة مجلس إدارة واحد، ويدير كل فرع من فروع المصرف، مدير يعمل بموجب الصلاحيات المخولة له من المركز، وتشترك الفروع سوية مع المركز الرئيس في إدارة الاحتياجات الأولية، والثانوية، والقروض، والاستثمارات، والعمليات المصرفية الأخرى.

ومن أهم المزايا التي تتمتع بها المصارف ذات الفروع موازنة بالمصارف الفردية ما يأتي:

- **يتمكن المصرف ذو الفروع من تجميع المصادر المالية،** وخاصة الودائع المختلفة وتوجيهها وفق الغرض الاقتصادي، مما يساعد في تحقيق تنمية اقتصادية شاملة أو متوازنة جغرافياً، ويعزز من قوة المصارف في مواجهة طلبات الاقتراض المحلية وتقلباتها المستمرة.

- يؤدى التوزيع الجغرافي للقروض والاستثمارات، وكذلك توزيعهـا حسـب منشـآت القطاعـات الاقتصـادية إلى توزيـع مخـاطر الائتمـان (أي عـدم تكديسـها في منـاطق وقطاعات معينة) مما يؤدي إلى تقليل مجمل المخاطر، هذا قياسـاً بالمصـرف الفـردي، الذي يتأثر كثيراً بظروف المنشآت المالية التي ينتمي أغلبها إلى قطاع اقتصـادي واحـد يزدهر المصرف بازدهاره ويفشل فيما لو تفاقمت الأزمات المحلية.
- يحقق المصرف ذو الفروع وفورات كبيرة في إدارة الاحتياطيـات الأوليـة، فبـدلاً مـن احتفاظ كل مصرف منفـرد باحتياطيـات نقديـة فائضـة لمواجهـة مختلـف الطـوارئ، بنفسه، فإن فروع المصرف الواحد تستطيع الركون إلى بعضـها في حالـة المسـحوبات الاستثنائية مما يشجعها على الاقتصاد في الاحتياطيات الفائضة.
- يساعد رأس المال المتملـك الأكـبر في المصـرف ذي الفـروع في زيـادة الحـد الأعلـى للقرض الممكن منحه لأي شخص مقترض، طبيعياً كان أم معنوياً.
- يعتبر كل فرع من الفروع مجالاً خصباً لتنميـة الإداريـين الـذين يتلقـون تـدريبهم في مجالات محدودة، أولاً على نطاق الفـرع الواحـد، ثـم يتـدرجون في المسـئولية حتـى يتمكنوا من العمل في المركز الرئيس.

- يؤدي كبر حجم المصرف، والإمكانات الواسعة في المصرف ذي الفـروع إلى الاستفادة من المتخصصـين في تحسـين أداء العمليـات المصـرفية المختلفـة وزيـادة الكفاية الإدارية.**وأهم ما يشار ضد المصارف ذات الفروع**، أنها تـؤدي إلى نـوع مـن الاحتكار في قطاع الصيرفة، وذلك لأن عدداً قليلاً من هذه المصـارف يسـيطر علـى عدد كبير من المصارف الفرعية أو الفروع، قياساً بالمصارف الفردية التي لا تعاني من هذا العيب.

ثالثاً: مصارف المجموعة: Group Bank

تشتمل مصارف المجموعة على عدد من المصارف المتملكـة مـن قبـل شـركة قابضـة (Holding Company)، وقد تكون هذه المصارف فردية أو ذات فروع، ويحتفظ كـل مصرف برغم وجود الشركة القابضة، بمجلس إدارته ومديره العام.

ومن أهم المزايا التي تتمتع بها مصارف المجموعة موازنة بالمصارف الفردية ما يأتي:

- تماثل الخدمات المصرفية في المناطق الجغرافية المختلفة، إذ إن امتلاك مجموعة مصارف من قبل شركة قابضة يؤدي إلى تقليل الفوارق في نوعية وكفاية الخدمات المصرفية المقدمة.
- توسيع الحد الأعلى للقروض التي يمكن منحها، وذلك بسبب كبر حجم رأس المال.
- توسيع قاعدة ملكية أسهم مجموعة المصارف قياساً بضيق قاعدة ملكية أسهم المصرف الصغير.
- تنسيق القيام بحملات الدعاية اللازمة لجذب الودائع والمقترضين.
- تحقيق الوفورات في مشتريات المعدات، والآلات، والحاسبات، والقرطاسية على أساس الحجم الكبير.
- تحقيق مرونة في انتقال الأموال من منطقة لأخرى.

أما أهم مساوئ مصارف المجموعة فهي كما يأتي:

- فقدان السيطرة المحلية على المصارف، لأن المصارف في أي مجتمع محلي تدار من قبل الشركة القابضة التي تمتلك مصارف عديدة في شتى أنحاء البلاد، ونتيجة لذلك فإن مصارف المجموعة لا تهتم باحتياجات المجتمعات المحلية قياساً بالمصارف الفردية.
- مصارف المجموعة تؤدي إلى احتكار الصيرفة التجارية على غرار المصارف ذات الفروع.

رابعاً: مصارف السلاسل: Chain Bank

نشأت مصارف السلاسل مع نمو حجم المصارف التجارية، وتضخم حجم أعمالها، وهذه المصارف تستمد نشاطاتها من خلال فتح سلسلة متكاملة من الفروع، وهي عبارة عن مصارف منفصلة عن بعضها إدارياً ولكن يشرف عليها مركز رئيس يتولى رسم

السياسات العامة لها، وينسق الأعمال بينهـا، وتعـود ملكيـة هـذه المصـارف إلى شـخص طبيعي واحد، أو عدة أشخاص طبيعيين، وليس لشركة قابضة.
وتحقق مصارف السلاسل الكثير من المزايا التي تتمتع بها مصارف المجموعـة، كمـا تعـاني من مساوئها.

خامساً: المصارف المراسلة: Correspondent Bank

ظهرت الحاجة إلى المصارف المراسلة نتيجة لرغبة المصـارف لإيجـاد نظـام لتحصـيل الصكوك المسحوبة من قبل الزبائن على مصارف في مناطق أخرى. وكانـت المصـارف في المدن الكبيرة تتنافس فيما بينها في الحصول على ودائـع المصـارف في القـرى والأريـاف، وتدفع لقاءها فوائد مغرية، أو تقدم خـدمات مصـرفية مجانـاً، وحتـى بعـد تطـور علاقـة المراسلة في الآونة الأخيرة ، فإن المصـارف المراسـلة لا تمثـل إطلاقـاً هـيكلاً لمصـرف ذى فروع، إنما مصارف متعاونة فيما بينها في مجالات معينة، وقد انتشرت المصـارف المراسـلة في الولايـات المتحـدة، بسـبب رغبـة المصـارف الفرديـة في التعـاون مـع بعضـها بعضـاً، وللتعويض عن بعض المساوئ التي تلحق بها بسبب انعدام الفروع. كما تطورت علاقات المصارف المراسلة في الكثير من بلدان العالم، فعبرت الحدود السياسية وصار لكل مصرف محلي عدد من المصارف المراسلة في البلدان الأخرى، يتعاون معها في عمليـات الاسـتيراد والتصدير، ومختلف أنواع تحويل المبالغ المصرفية، وقد تكون علاقات المراسلة ثنائية (بـين مصرف وآخر)، أو ثلاثية (بين مصرفين، ولكن ليست بصورة مباشرة بل يتوسط مصرف ثالث بسبب عدم وجود علاقة بين المصرفين الأوليين) أو رباعية وهكذا.

سادساً: المصارف الإلكترونية: Electronic Banks

يطلق على المصارف الالكترونية مصارف القرن الواحد والعشرين، وتتمثل في تلك الوحـدات الطرفيـة (Terminals) الـتي تقـوم بتقـديم الخـدمات المصـرفية مـن خـلال استخدام الحاسبات الآلية، حيث تعد هذه الوحدات (مادامت تبعـد جغرافيـاً عـن مبنـى المصرف) بمثابة منافذ (Outlets) أو فروع له ويعرفها بعضهم مثـل (Huschke) بأنهـا منافذ الكترونية تقدم خدمات صرفية متنوعة دون توقـف ودون عمالـة بشـرية، في حـين

يشير إليها آخرون بأنها منافذ لتسليم الخدمات المصرفية، قائمة على الحسابات الآلية (Computer Based Delivery Outlets) ذات مدى متسع زمنياً، أي تقدم خدماتها على مدار (٢٤) ساعة، وإلى مناطق جغرافية واسعة (Berman).

سابعاً: المصارف المنزلية: Home Banks

استخدم نظام المصارف المنزلية أول مرة عام ١٩٨٠م، بوساطة مصرف United American Bank بولاية تنسى الأمريكية، ولكن استخدامه على نطاق تجارى واسع لم يتحقق إلا بعد انتشار أجهزة الحسابات الآلية الشخصية (PC)، حيث أمكن لكثير من الزبائن استخدام تلك الحاسبات في التعامل مع هذا النظام ويعتمد نظام المصارف المنزلية على ما يعرف بعملية تحويل وإعادة تحويل البيانات، حيث يتم ربط الحاسب الآلي بالمصرف بالحاسب الشخصي الموجود بمنازل الزبائن من خلال وسائط الاتصال (كشبكة الخطوط الهاتفية مثلاً) حيث يعمل الحاسب الشخصي كمحطة طرفية (Terminals) لاستقبال الخدمات المصرفية كعرض أرصدة الزبون، وطباعة كشوف الحركة، وبيان بالصكوك المحصلة وتحت التحصيل، كما يمكن في المقابل إرسال التعليمات الصادرة من العميل للمصرف مثل تجديد الودائع، وربط وديعة جديدة، وكسر وديعة قائمة، وتحويل مبلغ من حساب الزبون إلى حساب آخر، وطلب دفتر صكوك جديد.

ويتم تداول تلك البيانات (من حاسب المصرف إلى حاسب الزبون وبالعكس) عن طريق تحويلها من الشكل أو الإشارات الرقمية (Signals Digital) داخل الحاسب الآلي الخاص بالمصرف إلى موجات أو إشارات صوتية (تناظرية) (Analog Signal) بوساطة أجهزة التحويل الخاصة بالحاسب (Modems) لتمر عبر قنوات الاتصال (أسلاك الهاتف)، إلى الحاسبات الشخصية بمنازل الزبائن، التي تتولى محولاتها (Modems) بدورها إعادة تحويلها مرة ثانية إلى الشكل الرقمي الذي يتفهمه الحاسب الآلي، ويطلق على تلك العملية التحويل وإعادة التحويل.

٢. المؤسسات المالية والمصرفية الوسيطة

Monetary and Bank Me يتكون الجهاز المصرفي من البنك المركزي، والمصارف التجارية، والمؤسسات المالية والمصرفية الوسيطة، أي أن الأخيرة تمثل أحد الأركان المهمة للجهاز المصرفي، وتشتمل على المصارف المتخصصة (الزراعية، والصناعية، والعقارية) ومنشآت الاستثمار، ومنشآت التوفير، والمنشآت الدولية المالية، والمصارف الإسلامية.

ويمكن تعريف المؤسسات المالية والمصرفية الوسيطة بأنها: مؤسسات تتعامل بأدوات الائتمان المختلفة (قصيرة الأجل ، ومتوسطة الأجل وطويلة الأجل) في كل من سوقي النقد والمال وأسواقها الثانوية، وأنها تؤدى مهمة الوساطة (Intermediation) بين المقرضين والمقترضين بهدف تحقيق الربح.

١,٢ المصارف الاستثمارية Investment Banks

وهي مؤسسات مالية تهتم بالدرجة الأولى بالأنشطة، والفعاليات الاستثمارية، وفي مجالات مختلفة حيث تقوم المصارف الاستثمارية بدراسة فرص الاستثمار المتاحة وتقويمها، واختيار المشاريع والترويج لها، ثم تهيئة المناخ الاستثماري المناسب لها، وكذلك تقوم المصارف الاستثمارية بتدبير الموارد المالية التي تسمح بتقديم القروض متوسطة الأجل لمختلف المشروعات الاستثمارية، كما تقوم المصارف الاستثمارية بمتابعة المشروعات التي تتبناها، ومتابعة تنفيذ اتفاقيات القروض التي عقدتها مع المشروعات المقترضة وغيرها من الأعمال المتعددة التي تعتمدها المصارف الاستثمارية كشراء أو إصدار الأوراق المالية.

وقد كانت البدايات الأولى لمصارف الاستثمار في بريطانيا، حيث اقتصرت أعمالها على قبول الأوراق التجارية بهدف تمويل التجارة الخارجية، وتوفير الأموال اللازمة للمقترضين في الخارج بطرح الأسهم والسندات في الأسواق المحلية لرأس المال، لذلك سميت بـ(مصارف التجار) (Merchant Banks)، وفي فرنسا سميت بمصارف الشؤون المالية (Banques d' Affaires)، لأنها لا تسهم في إنشاء المشروعات

الجديدة، سواء أكانت مشروعات خدمية، أم مشروعات صناعية. أما في الولايات المتحدة فتسمى بمصارف الاستثمار (Investment Banks)، وهي في هذا البلد لا تعتبر مصارف وفقاً للمفهوم التقليدي والمتعارف عليه للمصرف، فهي لا تقبل ودائع ولا تمنح قروضاً، إلا أنها من جانب آخر، تضطلع بمهمة الوساطة Intermediation في سوق المال Financial Market بين المقترضين والمستثمرين، حيث يقوم بشراء الأوراق المالية الجديدة بالجملة وبيعها بالتجزئة، أو يكون سمساراً يحصل على عمولة من بيع الأوراق المالية المتوفرة في السوق وشرائها.

٢,٢ مصارف الادخار Saving Banks

تعمل هذه المصارف على أساس تشجيع المواطنين على وضع مدخراتهم في حسابات ادخار خاصة، وهي بهذا تستقطب فئات من ذوى الدخل المحدود، وبعض هذه المصارف لا يستهدف الربح بصورة خاصة، وإنما يستهدف استقطاب المدخرات، وتشغيلها أي استثمارها في مجالات محدودة، تحددها القوانين والتشريعات النافذة، **وتلقى هذه المصارف دعماً من شرائح المجتمع، ومن السلطات الحكومية، لعدة أسباب في مقدمتها:**

- إنها تشجع وتنمى وعى الادخار لدى المواطنين.
- إنها ترعى صغار المدخرين، حيث إن المصارف الأخرى غير قادرة، أو راغبة في تقديم خدمات كهذه.
- إنها تستثمر الجزء الأكبر من إيراداتها في المنطقة التي تقع فيها عمولتها الادخارية والمالية.
- أنها تميل إلى الانتشار الكبير، وهي قريبة من أماكن وجود المدخرين مما يعزز ثقة الجمهور بها.

وتعتمد مصارف الادخار في مواردها على ودائع الأفراد، وإن كانت في بعض الأحيان تقبل ودائع المصارف التجارية، التي تسهم في رؤوس أموالها كنوع من الاستثمار المتواضع، وفي الغالب فإن العمليات الادخارية التي تقوم بها غير محفوفة المخاطر، وربما

لهذا السبب تزايد عدد المصارف الادخارية في العالم بشكل كبير، وتضاعفت حدة المنافسة بين هذا النوع من المصارف.

ومن الملاحظ أن المصارف الادخارية عكس المصارف التجارية، لا تسعى أساساً إلى تحقيق الربح، وهي لا تستطيع توليد الودائع، وبالتالي فإن مصارف الادخار لا تستطيع توليد النقود، إذ إن أي قرض يمنحه مصرف الادخار يجب أن تقابله ودائع موجودة فعلاً، وملموسة لمساً لدى المصرف، ومن الجدير بالذكر أن مصرف الادخار يمنح فوائد على الودائع تحت الطلب، بينما المصرف التجاري قد لا يفعل ذلك على الودائع الجارية.

٣,٢ منشآت التأمين ضد الحوادث

Injury Insurance Establishments

وهي منشآت مالية تختص بالدرجة الأساسية بالتأمين ضد المخاطر التي يتعرض لها المواطنون، أو البضائع، أو المنشآت على اختلاف أنشطتها وفعالياتها ومن هذه المخاطر حوادث السيارات، والحريق، والسرقة، أو الغرق...الخ، وذلك عن طريق استيفاء أقساط التأمين من المؤمن له، ومن ثم تغطية الخسائر عند وقوعها فعلاً.

٤,٢ منشآت الوساطة المالية Financial Intermediation وهي منشآت الوسطاء الماليين في السوق النقدية (Money Market) (سوق الأوراق المالية قصيرة الأجل) والسوق المالية (Financial Market) (سوق الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل)، وتسمى الأسواق المالية أيضاً (البورصات).

والبورصة (Bourse) هي المكان الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية الطويلة، ومتوسطة الأجل (الأسهم والسندات) عن طريق وسطاء مؤهلين ومختصين وفي أوقات محددة. والبورصة بحكم طبيعتها الاقتصادية تعتبر حلقة وصل بين مشروعات التنمية وادخارات الأفراد، فهي من جهة تعتبر السوق الطبيعية التي تروج فيها مصلحة المستثمرين الذين يسعون وراء رأس المال لتطوير مشروعاتهم، وتنميتها، وهي من جهة ثانية تعتبر المكان الملائم لادخارات الأفراد بهدف جني الفائدة وتنمية رأس مال.

وقد تنامت عمليات هذه المنشآت ونشاطاتها خلال العقود الأخيرة، وذلك لازدياد حجم الشركات المدرجة في الأسواق المالية، فضلاً عن زيادة حجم التداول بالأوراق المالية.

٥,٢ المنشآت المالية الدولية Financial World Wide

وهي منشآت ذات فاعليات وأنشطة مالية عالمية، تتجاوز حدود البلد الواحد، حيث تعمل على صعيد دولي أو إقليمي، وهذه المنشآت تتولى تجميع الإدخارات من هذه الدول، ومن ثم إعادة إقراضها، أو استثمارها في دول أخرى، وقد تطور عمل هذه المنشآت بشكل كبير خلال العقدين الأخيرين، وذلك بحكم تطور تكنولوجيا المعلومات، وتوفير وسائل وأساليب الاتصالات المختلفة، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فقد أدى ظهور الأنشطة الدولية المختلفة على الصعيد الاقتصادي، وظهور التكتلات الاقتصادية، ويرمز مفهوم العولمة(Globalization) الذي يشير إلى تداخل العلاقات بين المصارف المختلفة عبر العالم.

وقد اتخذت العولمة اتجاهين أساسين هما :

أ) **الخدمات المصرفية عبر الحدود**، أي قيام المصرف في دولة ما بتوفير خدمات مصرفية لمستهلك الخدمة في دولة أخرى، حيث أتاح التطور التقني في شبكات الحاسبات الآلية للمصارف المحلية بتقديم خدمات مصرفية (تحويلات مالية، وخدمات بطاقات الائتمان وغيرها)، إلى زبائن لها مقيمين خارج البلاد، فالكثير من المصارف تجرى تحويلاتها المالية بشكل فوري من خلال شبكات التمويل الأولى، مثل شبكة الجمعية الدولية للاتصالات المالية بين المصارف. Society of World Wide Inter Bank Financial Telecommunication.

ب) **تقديم الخدمات المالية من خلال الاستثمار المباشر** عن طريق فروع المؤسسات المالية لدولة معينة في دولة أخرى، أو إنشاء مؤسسات مشتركة، أو الإسهام في مشاريع استثمارية خارجية.فعلى سبيل المثال، يقدر حجم رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج وفقاً لتقديرات صندوق النقد العربي عام ١٩٩٢م بحوالي (٦٧٠$) مليار دولار يتركز معظمها في الولايات المتحدة الأمريكية ودول غرب أوروبا.

كما أنشأت العديد من الدول العربية مصارف لها في الخارج (Offshore Banking Units) تركزت بصفة أساسية في لندن وباريس ولكسمبرج، وذلك فضلاً

عن المصارف العربية الأجنبية المشتركة، وفي المقابل امتد نشاط المصارف الأجنبية إلى المنطقة العربية، فقد بلغ عدد فروع المصارف الأجنبية عام ١٩٩٠م في مصر (٢٢) مصرفاً، وفي دولة الإمارات العربية (٢٨) مصرفاً، وفي لبنان (١٥) مصرفاً، وفي البحرين (١٤) مصرفاً، وفي سلطنة عمان (١٢) مصرفاً، و(٨) مصارف في كل من قطر واليمن، و(٦) مصارف في الأردن.

٣. المصارف المتخصصة Specialization Banks

تعرف المصارف المتخصصة بأنها: تلك المصارف التي تتخصص في تمويل قطاعات اقتصادية معينة، ومن أهم أنواع المصارف المتخصصة، المصارف الصناعية والمصارف الزراعية، والمصارف العقارية، كما وتعرف بأنها: تلك المصارف التي تقوم بالعمليات المصرفية، التي تخدم نوعاً محدداً من النشاط الاقتصادي، مثل النشاط الصناعي، أوالزراعي، أو العقاري، وذلك وفقاً للقرارات الصادرة بتأسيسها، والتي لا يكون قبول الودائع تحت الطلب من بين أوجه نشاطاتها الرئيسة. **ويتبين من التعريف أعلاه أن المصارف المتخصصة تتصف بخصائص معينة أهمها ما يأتي:**

- أنها تعتبر مؤسسات غير ودائعية، أي أن المصارف المتخصصة لا تعتمد في مواردها المالية على إيداعات الأفراد كما هوالحال بالنسبة للمصارف التجارية، وإنما تعتمد على رأس مالها وما تصدره من سندات.
- ارتباط نشاطها برأس مالها، أي أن المصارف المتخصصة لا تستطيع التوسع في أنشطتها المختلفة، إلا في حدود مواردها المالية فهي ليست كالمصارف التجارية يمكنها استثمار أموال الزبائن.
- معظم القروض التي تمنحها تكون بآجال طويلة نسبياً، حيث تقوم أغلب المصارف المتخصصة، بتوظيف مواردها في قروض طويلة الأجل، وذلك عكس ما هو متبع في المصارف التجارية التي تحكمها في هذا الصدد آجال الأموال التي أودعها الزبائن.
- التخصص في تمويل نشاط إقتصادى معين، فالمصارف المتخصصة، وكما هو واضح من تسميتها، تخصص في تمويل أنشطة معينة، حيث نجد المصارف الصناعية تتولى مهمة تمويل القطاع الصناعي، والمصارف الزراعية تخصص في تمويل القطاع الزراعي، والمصارف العقارية تخصص في تمويل قطاع البناء والإسكان والمرافق أو المساهمة فيها.

ويعود السبب وراء هذا التخصص إلى ما تقتضيه ظروف التمويل في كل من هذه المجالات ذات الطبيعة والخصائص المتباينة. وفيما يأتي مختصر لأنواع تلك المصارف المتخصصة.

أ) المصارف الصناعية: Industry Banks

تقوم المصارف الصناعية بتوفير الموارد المالية اللازمة لدعم المشروعات الصناعية، وتنميتها على اختلاف أحجامها (الكبيرة والمتوسطة والصغيرة) وكذلك المشاركة في رؤوس أموال بعض المشروعات الصناعية المختلفة.

وحتى تتمكن المصارف الصناعية من إدارة شؤونها المالية، وتعظيم مواردها، فإنها توجد في سوق رأس المال للحصول على موارد طويلة الأجل، ولذا نجد أن موارد المصرف الصناعي، تتمثل في حقوق الملكية من رأس المال، والاحتياطيات والمبالغ المقترضة من البنك المركزي، وودائع وقروض من مؤسسات دولية، وغالباً ما يتدخل البنك المركزي، أو القانون النافذ في تحديد القروض التي يستطيع المصرف الصناعي منحها للمستفيدين من الصناعيين، وتحكم هذه المصارف مجموعة من القوانين والتعليمات.

وإن أهم ما تقوم به المصارف الصناعية ما يأتي:

- **منح القروض والتسهيلات الائتمانية للمشروعات الصناعية** بآجال قصيرة ومتوسطة وطويلة، ولأغراض مختلفة كالتوسعات في مشروعات قائمة، أو تمويل مشروعات جديدة.
- **المشاركة المباشرة في رؤوس أموال المشروعات الصناعية.**
- **تقويم المشروعات الصناعية**، وإعداد دراسات الجدوى الاقتصادية لصالح الزبائن.
- **فتح الاعتمادات المستندية** لعمليات الاستيراد والتصدير.
- **إصدار خطابات الضمان** بأنواعها المختلفة.

ب) المصارف الزراعية: Agricultural Banks

تضطلع بتقديم كافة الخدمات المصرفية ذات الصلة بالنشاط الزراعي، مثل القروض والتسليفات التي تمنحها للمزارعين لشراء الآلات الزراعية، واستصلاح الأراضي، وتمويل نفقات الزراعة والحصاد، فضلاً عن إقراض الجمعيات التعاونية

الزراعية، لمباشرة الأغراض الإنتاجية، وقبول ودائع ومدخرات المزارعين، والجمعيات التعاونية.

ومن الملاحظ أن تقديم الائتمان الزراعي يكتنفه في الواقع قدر أكبر من المخاطر، التي من الممكن أن تتعرض لها المصارف الزراعية، موازنة بالمصارف التجارية ويعود أهمها إلى ما يأتي:

- الطول النسبي لدورة الإنتاج الزراعي بالنسبة إلى دورة الإنتاج الصناعي، وهو ما يتيح للمزارعين مساحة زمنية أكبر لإنفاق الأموال المقترضة، واستخدامها في مجالات أخرى، ومن ثم تعريض المصرف الزراعي لمصاعب عند قيامه بالتحصيل من الزبائن.
- انخفاض عائد الائتمان الزراعي، قد لا يكفي في بعض الأحيان لتغطية النفقات التي تحملها المصرف.
- التأثير السلبي للظروف الجوية والطبيعية في المحاصيل الزراعية، يحمل في طياته عجز المزارعين عن الوفاء بالتزاماتهم المالية نحو المصرف.

ج) المصارف العقارية: Real Estate Banks

تتمثل المصارف العقارية في تلك المصارف التي تتخصص بتقديم الخدمات الائتمانية العقارية، وما يتصل بها من تمويل لمشروعات الإسكان والبناء، كمنح السلف بضمان الأراضي أو العقارات المشيدة، أو تقديم القروض للجمعيات التعاونية الإسكانية، كما تسهم المصارف العقارية في تأسيس شركات لبناء المساكن والعمارات والمباني على اختلاف أنواعها.

وتعتمد هذه المصارف في تمويل نشاطها على رؤوس أموالها، وعلى القروض طويلة الأجل التي تحصل عليها كدعم من البنك المركزي والمصارف الأخرى، والسندات التي تصدرها.

ومما تجدر الإشارة إليه، أن المصارف العقارية لا يقتصر نشاطها على منح القروض التي يكون أغلبها طويلة الأجل، وإنما يشمل نشاطها أحكام الرقابة الكاملة على الإنفاق،

وربطه بعمليات الإنجاز، كما أن بعض المصارف العقارية تقوم بدراسات الجدوى الاقتصادية لمشروعاتها، وتقديم المشورة لأجهزة التعمير والإسكان الرسمية في البلد المعني، كذلك فإن هذه المصارف تشجع المشروعات الإسكانية الفردية، ولتعظيم مواردها فإن هذه المصارف غالباً ما تستثمر أموالها في مشروعات مختلفة مثل الفنادق، والمدن السياحية، والمجمعات الإسكانية الراقية.

٤. المصارف الإسلامية Islamic Banks

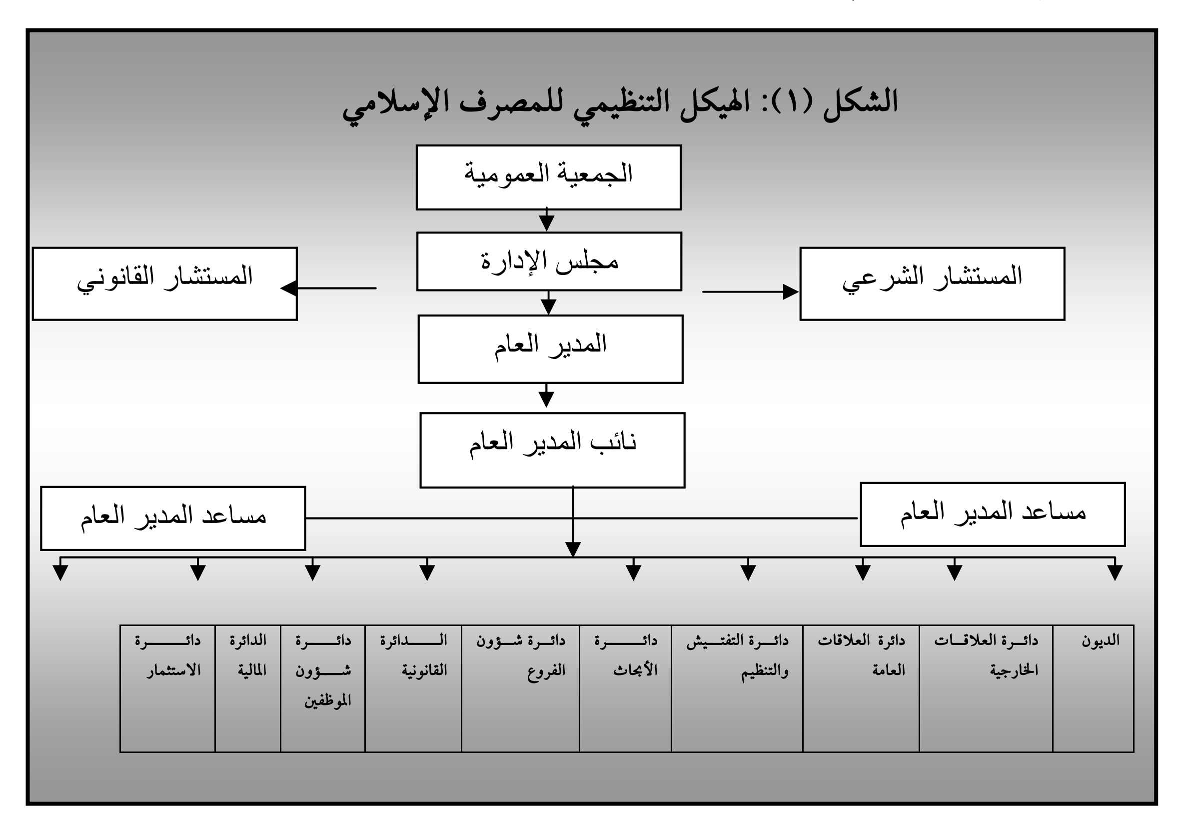
تعرف المصارف الإسلامية بأنها: مؤسسات مالية عقدية تعتمد في عملها على العقيدة الإسلامية، وتسعى إلى تحقيق المصالح المادية المقبولة شرعاً، عن طريق تجميع، وتوجيهها نحو الاستثمار الأمثل، وتعرف كذلك بأنها: مؤسسات مالية تباشر الأعمال المصرفية مع التزامها باجتناب التعامل بالصيرفة الربوية، بوصفها تعاملاً محرمٌ شرعٌ، كما وتعرف بأنها: مصارف لا ربوية، أي أنها لا تتعامل بالفائدة، فهي لا تتلقى الودائع بالفائدة، بل تتلقاها لقاء حصة من الأرباح تحدد نسبتها لا مبلغها مقدماً، ولا تمنح التمويل بالفائدة، وإنما تمنحه حصة من الأرباح تحدد نسبتها بالطريقة نفسها.

ويتبين مما تقدم أن المصارف الإسلامية تختلف عن المصارف التجارية من حيث إطارها الفلسفي، وآلية عملها، وذلك على النحو الآتي:

- **إن المصارف الإسلامية تزاول نشاطها في إطار الشريعة الإسلامية**، وفي ظل العدالة الاجتماعية والاقتصادية، أي أنها تعمل باتجاه تحقيق القيم الروحية التي ترى في الإنسان جوهر التقدم والرفاهية.
- **إن المصارف الإسلامية ترى في التنمية الاقتصادية، والاجتماعية خلاصة للإنسان** من حالات الضيق والعوز والفاقة والجهل، لذا فإن التنمية من وجهة نظر المصارف الإسلامية ليست مادية فحسب، وإنما روحية وأخلاقية أي تنمية شاملة.
- **إن المصارف الإسلامية ترى في المال أنه ملك لله** جلّ جلاله وأن البشر مستخلفون فيه، فالمال بجميع أشكاله، ملك لله سبحانه وتعالى خالق الكون.

- **أن المال في الإسلام يجب أن يوجه، ويحرك من أجل الاستثمار الفاعل لخدمة المجتمع،** ولا يوجه لغرض الاكتناز.
- **إن المصارف الإسلامية ترى أن الضرورات الإنسانية تملى عليها أن تركز نشاطها على التنمية الاجتماعية والاقتصادية،** وهي عندما تستثمر الأموال في مؤسسات الأعمال، إنما تبتغي بلوغ هذه الأهداف النبيلة حصراً، ولهذا فإن أموال المصرف الإسلامي هي بمثابة (أمانات) تستثمر على أساس مبادئ المشاركة والمضاربة الشرعية، ودون ضمان أي عائد مسبقٍ ثابت لأصحاب هذه الأموال.
- **أن المصارف الإسلامية تعتمد على الحوافز غير سعر الفائدة،** لاستقطاب المدخرات، هذه الحوافز هي حوافز روحية، واجتماعية، وعقدية، ويرى المستثمرون أن مثل هذه الحوافز تفوق في أهميتها الحوافز المادية، فالإسلام يوفق بين الروح والمادة، ولهذا فإن مهمة المصارف الإسلامية تذهب في تحقيق هذه المعادلة.
- **أن المصارف الإسلامية هي في واقعها مصارف استثمار،** ذلك أن الاستثمار هو الشريان الحيوي بالنسبة لها، وأن نجاح المصارف الإسلامية وبقاءها يعتمد بالدرجة الأساسية على كفايتها الاستثمارية.
- **أن المصارف الإسلامية باعتبارها مصارف استثمارية، أو مصارف تمويل بالمشاركة تعتمد على البحث عن فرص التنمية،** وفي الحالة هذه تتقابل إيجابياً مع المجتمع، وتدعوه للمشاركة في نشاطها الإنساني التنموي للصالح العام.
- **إن المصارف الإسلامية بحكم تمسكها بالشريعة الإسلامية وقواعد الإسلام الحنيف، مصارف اجتماعية-إنسانية،** تحقق أعلى درجات التكافل الاجتماعي من خلال مبدأ العدالة والمساواة في توزيع الثروات.

٤,١ إدارة المصارف الإسلامية



الجمعية العمومية: The General Organization

تتكون الجمعية العمومية للمصرف من المساهمين فيه، ويحدد قانون الشركات **والنظام الأساسي اجتماعاتها، وطريقة الانتخاب، والتصويت فيها، وتتلخص أهم اختصاصاتها فيما يأتي:**

أ. انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.

ب. الموافقة على الميزانية السنوية، وتوزيع الأرباح والخسائر، وتوزيع الأرباح وسماع تقرير المستشار الشرعي.

ج. زيادة رأس المال أو خفضه.

د. انتخاب مدققى حسابات المصرف.

ه. إجراء أي تعديل على النظام الأساسي للمصرف.

- **مجلس الإدارة:** Administration Board

مجلس الإدارة هوالسلطة الإدارية العليا في المصرف ويتكون من سبعة أعضاء على الأقل وأحد عشر على الأكثر، تنتخبهم الجمعية العمومية ويمارس سلطاته بتفويض منها في الحدود التي ينص عليها النظام الأساسي، وتقع على عاتق مجلس الإدارة مسئولية رسم السياسات العامة للمنصرف، **بطريقة تحقيق الأهداف** الموضوعية بأفضل السبل، **وأهم اختصاصاته تتمثل في:**

أ. **تحديد السياسات العامة لتسيير أعمال المصرف**، وإصدار التعليمات الداخلية المتعلقة بتنظيم أعمال المصرف وإدارته، وخاصة اللوائح المتعلقة بالتعيينات، والترقيات، والزيادات والمكافآت التشجيعية، والسياسات المالية والإدارية اللازمة لتسيير أعمال المصرف بصورة مشابهة للمؤسسات المصرفية، كما يقوم مجلس الإدارة بتعيين المدير العام للمصرف، وبعض الخبراء والمستشارين من ذوى الكفاءات.

ب. **إقرار اللوائح الداخلية المتعلقة بتنظيم العمل**، وأحكام قبول الودائع الجارية والتوفير والاستثمارية، وتنظيم إدارة صندوق المشاركة والأموال المخصصة لأهداف معينة.

ج. **رسم السياسة العامة والمتعلقة بتوظيف الأموال والموارد المالية المتاحة**، وتحديد طرق استثمارها، بما يضمن توزيع المخاطر، وتحديد الضمانات المقبولة من الوجهة الشرعية.

د. **تحديد رسوم الخدمات**، والعمولات، والأجور التي يمكن للمصرف أن يتقاضاها عن الأعمال المصرفية والخدمات التي يقدمها المصرف.

ه. **إقرار خطة العمل السنوية** الموضوعة لفتح الفروع الجديدة والتوسع في مجالات الاستثمار المختلفة، وتطوير واستخدام أساليب جديدة لتطوير العمل المصرفي غير الربوي.

و. **الرقابة الشاملة على جميع أعمال المصرف.**

ي. **تعيين المفوضين** بالتوقيع عن المصرف بصفة عامة.

ز. **إعداد التقرير السنوي المتضمن الميزانية العمومية**، وحساب الأرباح والخسائر لعرضها على الهيئة العامة للمساهمين.

- **المدير العام:** The Director General

وظيفة المدير العام أعلى وظيفة تنفيذية في المصرف، ويؤدى أعماله وفقاً لقرارات مجلس الإدارة، ويقوم بتوجيه العاملين في إدارات المصرف وفروعه المختلفة وله سلطة إصدار القرارات النهائية لهم، كما يقوم بمراقبة أعمالهم للتأكد من سلامة تنفيذ السياسات المرسومة بوساطة مجلس الإدارة.

وأهم واجبات المدير العام ومسئولياته تتمثل في:

أ. **الإشراف على جميع إدارات المصرف**، والتنسيق بينها، ومتابعة نشاطها، وتنفيذ القرارات المعتمدة بوساطة مجلس الإدارة.

ب. **دراسة المشاكل العملية التي تعترض المصرف**، والعمل على حلها.

ج. **الإشراف على إعداد الحسابات الختامية**، وعرضها على مجلس الإدارة.

د. **إصدار القرارات الإدارية المتعلقة بالعاملين بالمصرف**، والعمليات الاستثمارية.

ويتبع المدير العام الإدارات المختلفة، وفيما يأتي واجبات هذه الإدارات:

- **دائرة الاستثمار: Investment Office**

من أهم واجباتها ما يأتي:

أ. **المساهمة في وضع السياسة الاستثمارية العامة للمصرف**، ووضع خططها وبـرامج تنفيذها.

ب. **دراسة المشروعات والعمليات الاستثمارية المقدمة للمصرف**، وإبداء الرأي فيها.

ج. **الإشراف والمتابعة للمشروعات الاستثمارية** التي يدخل فيها المصرف.

ح. وضع **الأسس التي تحكم العلاقة بين المصـرف والمسـتثمرين** طـالبي التمويـل، فيمـا يتعلق بتحديد حصة المصرف في المشروعات التي يزمـع أن يشـارك فيهـا، والتزاماتـه تجاه العملية أو المشروع، وكذلك تحديد حصة المصرف من الأرباح.

خ. **إعداد التقارير والدراسات الخاصة بالمشروعات** التي ينشئها المصرف.

د. **الإشراف على أعمال التمويل والاستثمار** لدى الفروع.

- **الدائرة المالية: Financial Office**

ومن أهم واجباتها ما يأتي:

أ. إعداد الموازنات الخاصة بالمصرف والفروع والكشوفات الدورية.

ب. إعداد الحسابات الختامية للمصرف.

ج. إعداد الدراسات التحليلية الدورية عن المركز المالي للمصرف.

د. الإشراف على الحسابات المركزية للمصرف، وتوفير احتياجات المصرف من السيولة.

هـ. إمساك السجلات المحاسبية وتنظيمها للمصرف، وسجل المساهمين.

- **الدائرة القانونية: Canonical Office**

ومن أهم واجباتها ما يأتي:

أ. **صياغة نماذج العقود** التي يتطلبها عمل المصرف، وكذلك صياغة ومراجعـة النمـاذج المختلفة لمستندات المصرف.

ب. **مباشرة القضايا المرفوعة من المصرف** أو عليه، وإعداد المذكرات في هذا الصدد والترافع أمام المحاكم.

ج. **إبداء الرأي والمشورة القانونية** لمختلف أجهزة المصرف.

د. دراسة المشاكل القانونية التي تواجه المصرف، وإبداء الرأي فيها.

- **دائرة شؤون الفروع: Branches' Affairs Office**

ومن أهم واجباتها ما يأتي:

١. القيام بوضع النظم العملية الخاصة بالخدمات المصرفية المختلفة وتنفيذها وفقاً للأسس التي يسير عليها المصرف.
٢. الإشراف على إنشاء الفروع ومتابعة نشاطها.
٣. دراسة الكشوفات الدورية من الفروع حول نشاطاتها.

- **دائرة شؤون الموظفين:** Employees' Affairs Office

ومن أهم واجباتها هي:

أ. **الإشراف العام على شؤون العاملين بالمصرف**، وإمساك ملفاتهم، واتخاذ الإجراءات التنظيمية فيما يتعلق بالتعيينات، والرواتب، والترقيات، والعلاوات، والتنقلات، وتطبيق لائحة الجزاءات.

ب. **تحديد احتياجات المصرف** من القوى العاملة.

ج. **القيام بالأعمال المتعلقة بتقديم الخدمات الصحية**، والاجتماعية، والثقافية للعاملين.

- **دائـرة البحـوث الاقتصـادية والإحصـاء:** Economical And Statistics Researches Office **وأهم واجباتها ما يأتي:**

١. **إعداد البحوث والدراسات الاقتصادية والإحصائية التي تتناول المشاكل الاقتصادية بصفة عامة للاسترشاد بها في تحديد السياسات العامة للمصرف.**
٢. **إعداد البحوث الاقتصادية والإحصائية التي يقتضيها عمل المصرف، والمساهمة في إعداد التقارير السنوية.**
٣. **إعداد الكتيبات والنشرات الإعلامية عن نشاطات المصرف وإصدارها.**

- **دائرة التفتيش والتنظيم الداخلي**: Inner Inspection And Organizing Office

من أجل حسن سير العمل في المصرف الإسلامي وفروعه، والتقيد بالأنظمة الداخلية والتعليمات واللوائح الصادرة عن المصرف، ولتحسين الأداء وتبسيط الإجراءات في المصرف وفروعه بما يحقق خدمات مصرفية إسلامية سليمة وحديثة ومتطورة، لابد من إنشاء دائرة التفتيش الدوري المفاجئ على أعمال المصرف وفروعه من النواحي المصرفية ومدى التقيد بالأنظمة، وذلك لتوجيه عمليات المصرف بصورة سليمة واقتراح التحسينات على أنظمة العمل وتبسيط الإجراءات بما يكفل تقديم الخدمات بسهولة وسرعة للمواطنين، وتحسين أداء العاملين.

- **دائرة العلاقات العامة**: General Relations Office

تقوم بتنسيق علاقات المصرف مع زبائنه والعاملين به ومع المصارف الأخرى والمجتمع.

- **دائرة العلاقات الخارجية**: Exteriors Relations Office

وهي من الدوائر الحساسة في المصرف والتي يجب أن تعطى أهمية كبرى لمالها من أهمية لإظهار المصرف بصورة جيدة أمام الآخرين، خاصة المصارف الأخرى، فتقوم هذه الدوائر باختيار المراسلين الأجانب للمصرف، والتأكد من صلاحيتهم لتمثيل المصرف في الخارج، والقيام بما يتكفلون به من أعمال من قبل المصرف الإسلامي للقيام بها، لا يشوبها أي نوع من المعاملات الربوية، وكما تقوم بحل المشكلات التي تعترض عمليات المصرف في الخارج الناتجة عن عمليات خاصة فيما يتعلق بالإعتمادات المستندية، كما تحتفظ هذه الإدارة بصورة عن تواقيع المراسلين، وتنظيم المفاتيح السرية للبرقيات المتبادلة، وتقوم بحل رموز البرقيات التي يتلقاها المصرف.

- **الديوان**: The Bureau

وهو الذي يقوم باستلام الرسائل الواردة، وتسجيلها، وإرسالها إلى الدوائر المختلفة، وكذلك إرسال البريد من المصرف إلى الجهات المختلفة، وحفظ ملفات المصرف.

- **هيئة الرقابة الشرعية:** Legitimate Supervision Body

تقوم الهيئة العامة أو مجلس الإدارة في بعض المصارف الإسلامية بتعيين مستشار شرعي، أو هيئة رقابة شرعية للمصرف من بين العلماء المتخصصين بالأحكام الشرعية العملية حيث تحدد مهمة المستشار الشرعي ف:

أ. دراسة اللوائح والتعليمات التطبيقية التي يسير عليها المصرف في تعامله مع الآخرين بهدف التأكد من خلوها من التعامل الربوي.

ب. دراسة الأسباب الموجبة لتحمل المصرف أية خسارة من خسائر الاستثمار.

٢,٤ الميزانية العمومية للمصرف الإسلامي

Islamic Bank General Budget

تتكون الميزانية العمومية للمصرف الإسلامي من جانبين رئيسيين هما: جانب الخصوم (المطلوبات)، وجانب الأموال(الموجودات).

- **جانب الخصوم(المطلوبات):** Liabilities

يقصد بالمطلوبات (الخصوم)، الأموال التي توافرت لدى المصرف الإسلامي من مطلوباته ورأسماله، والتي يستخدمها في تمويل استثماراته، أو في تمويل الأصول المتوفرة لديه أو لتعزيزها، وتشكل الودائع المصدر الرئيس لموارد المصرف المالية، ثم رأسماله الممتلك والقروض.

- **الودائع:** Deposits

تعد الودائع من أهم مصادر أموال المصرف الإسلامي، وتنقسم إلى ثلاثة أنواع هي: ودائع تحت الطلب، وودائع الاستثمار، وودائع التوفير.

- **ودائع تحت الطلب:** Demand Deposits

تتكون من الأرصدة الدائنة لحسابات الأفراد لدى المصارف التجارية الإسلامية، وتنتقل ملكيتها من شخص لآخر عن طريق السحب عليها باستعمال الصكوك، ولا تقل عائداً.

ومن وجهة نظر الزبائن، فإن الغرض من هـذه الودائـع، هـو أن تسـتخدم كوسـيلة للمعاملات والمدفوعات والسيولة، إضافة إلى ذلك، يتعين على المصـارف أن تعتـبر هـذه الودائع بمثابة مواردها الخاصة يمكن الاستفادة منها، ولكنه لا يتم تحويل أية أرباح تحققهـا هذه الودائع إلى المـودعين، وبالمقابـل يـتعين علـى المصـارف أن تضـمن القيمـة الكاملـة الاسميـة للودائـع، وتسـتطيع المصـارف أن تضـمن القيمـة الكاملـة للودائـع، وتسـتطيع المصارف تقديم الحوافز والمـنح النقديـة أو العينيـة والإعفـاءات، أو التخفيـف مـن دفـع العمولة والرسوم وحق الأولوية في الاستفادة من التسهيلات المصرفية.

وبرغم أن المصرف سيضمن القيمة الاسمية للوديعة، فـإن هـذه الودائـع لا تحصـل على أي عائد، ولكن يمكن أن تخضـع لرسـم معـين، عنـد قيـام المصـرف بتقـديم بعـض الخدمات إلى أصحابها، ولعل أهمها خدمات الصكوك، ومع أن هذا النموذج ينص على دفع الإيداعات الجارية عند الطلب إلى المـودعين، فإنـه يعمـل علـى أسـاس الاحتيـاطي الجزئي، ويمنح قروضاً قصيرة الأجل جداً بلا فائدة (قرض الحسن) في حدود جزء معـين من إجمالي الودائع.

ويمكن للمصرف الإسلامي أن يصنف الودائع تحت الطلب إلى ثلاثة أقسام هي:

القسم الأول: ويحتفظ بـه كنقـد سـائل في خزانتـه، لضـمان قدرتـه علـى مواكبـة حركـة حسابات الودائع تحت الطلب، والمساهمة في تمكينه من تغطية طلبـات المـودعين للودائـع الثابتة (الاستثمارية) عند حلول مواعيد استحقاقها.

القسم الثاني: ويستخدمه المصـرف في المضـاربة مـع المسـتثمر، ويحتـل المصـرف في هـذه المضاربة مركز المضارب، ولا يكون مجرد وسيط.

القسم الثالث: ويوظفـه المصـرف في القـروض والتسـهيلات الائتمانيـة إلى الزبـائن، ولا يكون هذا التوظيف على أساس المضاربة، ولا على أساس المشاركة في الأرباح والخسائر وإنما يتم تقديمه إلى الزبائن لمساعدتهم في حالات العسر المالي.

- **ودائع الاستثمار Investment Deposits**

وهذه الأموال التي تودع في حسابات الاستثمار، ويعلم أصحابها أنها سوف تستثمر في مشاريع تنطوي على المخاطرة، وأنها لا تخضع لمتطلبات الاحتياطي.

وإن تعرضت هذه الودائع عند استثمارها إلى خسائر، التي غالباً ما تكون قليلة بسبب تنوع حوافظ الاستثمار والانتقاء الحريص للمشروعات، والإشراف والمراقبة على سير أعمالها، فإن هذه الخسائر سوف تنعكس في صورة انخفاض القيمة الاسمية للودائع، أي أن المصرف الإسلامي لا يقدم أي ضمان على القيمة الاسمية لودائع الاستثمار.

أما مقدار الأرباح التي يحصل عليها المودع أو مقدار الخسائر التي يتحملها، فإن ذلك يتم عن طريق إجراء اتفاق تعاقدي بين المودع والمصرف الإسلامي، تحدد فيه نسب توزيع الأرباح والخسائر لكل من الطرفين، وأن هذا الاتفاق ينبغي أن يكون قبل إجراء عملية الاستثمار.

ومن الملاحظ أن هذا الشيء غير موجود في المصارف التجارية التقليدية، أي أن المودع لا يشارك المصرف في أرباحه وخسائره، وإنما يحصل على معدل عائد ثابت على وديعته مع المحافظة على القيمة الاسمية للوديعة.

أما عن مدة بقاء الوديعة الاستثمارية في المصرف، فيرى بعض الكتاب، أنه من الضروري أن يلتزم المودع بملزم شرعي بإبقاء وديعته مدة لا تقل عن ستة أشهر تحت تصرف المصرف، لكي يتمكن من الاستفادة منها في مجال الاستثمار، وعندما يواجه المصرف طلباً من أحد الأشخاص بسحب وديعته الثابتة (الاستثمارية)، فإن المصرف يدفع قيمة الوديعة من الأرصدة النقدية التي يحتفظ بها في خزائنه التي تتألف من الآتي:

- جزء من الأرصدة النقدية التي لم يتمكن من استثمارها من الودائع الثابتة.
- جزء من الودائع الجارية (تحت الطلب) التي يمكن للمصرف أن يحتفظ بها كإحتياطى لتغطية طلبات السحب على ودائع الاستثمار.
- جزء من رأسماله الممتلك الذي يحتفظ به بصورة سائل نقدي لمواجهة طلبات الزبائن.

كما أن المصرف يسعى جاهدا لتوفير المضاربة الناجحة، ولا يجوز له تأجيل استثمار الودائع الثابتة (الاستثمارية) التي يتسلمها، ولا يتمهل في تهيئة الفرصة المناسبة للمضاربة الناجحة بها، بقصد توفير السيولة النقدية في خزائنه أو إيثار لاستثمار أمواله الخاصة على أموال المودعين.

- **وديعة توفير:** Save Deposits

تشتمل هذه الوديعة على خصائص النوعين السابقين، فهي تلتقي مع الوديعة الجارية، في إمكانية السحب منها متى شاء المودع ذلك دون إخطار، وتلتقي مع الوديعة الاستثمارية في إمكانية دخولها في مجال المضاربة، ويعامل المصرف الإسلامي هذه الوديعة معاملة ودائع الاستثمار.

وفي ضوء ما تقدم يتضح الآتي:

- **أن المصرف اللاربوي لا يلزم المودع بإبقاء وديعة التوفير لديه مدة معينة**، كستة أشهر، كما يلزم أصحاب الودائع الثابتة (الاستثمارية) بذلك، بل يمنح أصحابها الحق في سحب أموالهم متى أرادوا ذلك، وبهذا تشابه ودائع التوفير من هذه الناحية ودائع تحت الطلب، ولكن جعل المصرف ألا الربوي ودائع التوفير وودائع تحت الطلب، لا يمنعه من إدخالها في مجال المضاربات واستثمارها عن هذا الطريق كما يستثمر الودائع الثابتة الشروط والحقوق نفسها.
- **وحتى يضمن المصرف الا الربوي قدرته على مواجهة طلبات السحب** من المودعين، فإنه يعمل على تحديد النسب التي تسحب فعلاً من مجموع ودائع التوفير، فمثلاً إذا كانت النسبة لا تزيد في العادة على (١٠٪) من مجموع ودائع التوفير، فإنه يعتبر عشر كل وديعة من ودائع التوفير وديعة تحت الطلب، ولا يدفع عليها أية أرباح يحققها المصرف، بل يحتفظ بها كقرض في حالة كاملة من السيولة النقدية لمواجهة طلبات السحب من المدخرين الذين يشترط عليهم المصرف أن لا يطالبوا إلا قيمة الوديعة.

وهكذا سوف يحصل المودع على فرصة السحب متى أراد، خلافاً لصاحب الوديعة الثابتة (الاستثمارية)، وفي مقابل ذلك لا تدخل وديعة التوفير كلها في مجال الاستثمار والمضاربة، بينما تدخل الوديعة الثابتة كلها في ذلك المجال.

وكلما طلب المدخرون مدخراتهم قام المصرف بتسديد الطلب من الجزء الذي اعتبره قرضاً من ودائع التوفير، واحتفظ به كسائل نقدي، وفي هذه الحالة يحل هو محل المودع في المضاربات التي أنشأها.

- **رأس المال المدفوع:** Payed Capital

ويعرف بأنه مجموع الأموال التي قدمها مساهمو المصرف فعلاً عند تأسيسه، مشاركة منهم في تكوين رأسماله، ومع أن هذا المصدر لا يشكل إلا نسبة بسيطة من مجموع الأموال التي يحصل عليها المصرف، إلا أنه يعد من الضروري الاهتمام به لأنه يساعد على زيادة الثقة في نفوس المتعاملين مع المصرف خاصة أصحاب الودائع منهم، إذ أن رأس المال يحدد قيمة الضمان الذي تعتمد عليه الزبائن ضد ما يطرأ من تغيرات على قيمة الموجودات التي يستثمر فيها أمواله.

- **الاحتياطيات:** Reserves

وهي عبارة عن المبالغ التي اقتطعها المصرف عبر السنين من أرباحه السنوية فتراكمت في صورة احتياطيات لتصبح بمثابة ضمان إضافي للمودعين والدائنين الآخرين، ولمساعدته على ممارسة أعماله المصرفية والاحتياطيات على نوعين:

النوع الأول: الاحتياطي القانوني Canonical Reserve

والذي يكون فيه المصرف ملتزماً بتكوينه بحكم القانون الذي يصدره البنك المركزي بهذا الخصوص، أو بحكم المبادئ المصرفية الإسلامية السائدة، وذلك من أجل تدعيم مركزه المالي، وزيادة قدرته على الوفاء بالتزاماته تجاه الآخرين.

النوع الثاني: الاحتياطي الخاص Special Reserve

والذي يحتفظ به المصرف اختياريا، ويعتمد مقدار هذا الاحتياطي على تقدير إدارة المصرف إلى الحاجة إليه في المستقبل، ويحتفظ بمثل هذا الاحتياطي لتغطية النفقات المتوقعة في المستقبل، مثال ذلك اندثار المباني، والأثاث، والعدد والآلات...الخ.

• **الأرباح غير الموزعة** Non Distribution Profit

وهي عبارة عن الأرباح التي تقرر إدارة المصرف احتجازها من صافي الأرباح القابل للتوزيع لتنمية موارده المالية، وهذا المصدر إضافة إلى أنه يمثل نوعاً من الحماية للمودعين، فإنه يعد وسيلة للحصول على الأموال اللازمة للاستثمار.

ومن احتمالات عدم تحقيق الأرباح، ومن ثم عدم تكون هذا النوع من الاحتياطي في المصارف الإسلامية يعد احتمالاً ضعيفاً في أكثر الظروف، وذلك لأن أموال كل فرد لن ترتبط بمفردها بمضاربة مستقلة، حتى يتوقف ربح صاحبها على نتائج تلك المضاربة المحددة، بل أنها سوف تمتزج بغيرها من الأموال النقدية في بحر الودائع الثابتة (الاستثمارية)، ويدخل المودع كمضارب في جميع المضاربات التي يعقدها المصرف على مجاميع مختلفة من ذلك البحر، وتكون حصته في المضاربة في كل عقد بنسبة وديعته إلى مجموع الودائع الثابتة وعلى هذا، يتوقف احتمال عدم الربح على أن لا تربح جميع المضاربات التي أنشأها المصرف. والمشاريع التي ارتبط بها على أساس المضاربة، إذ في حالة ربح بعضها يوزع ذلك الربح على الجميع بالنسب المتفق عليها، بعد تغطية ما تحقق من خسائر. ومع ذلك يقترح بعض الكتاب المسلمين أن يقوم المصرف بحشد أرصدة تعوض عن الخسائر، وذلك مما يتحقق له من مكاسب في أوقات اليسر.

ويجب الملاحظة -هنا- أنه عند جمع كل من رأس المال المدفوع والاحتياطيات والأرباح غير الموزعة، تحصل على ما يسمى برأس المال الممتلك أي أن:

رأس المال الممتلك = رأس المال المدفوع + الاحتياطيات + الأرباح غير الموزعة.

• **مستحق للمصارف:** Bank Liability

عندما يتعرض المصرف إلى أزمة مالية مؤقتة يلجأ إلى المصارف الأخرى للاقتراض منها، ومن طبيعته أن تكون هذه القروض دون فائدة ، وفي بعض الأحيان، وخاصة عندما يعجز المصرف الذي يعاني من أزمة السيولة النقدية من الحصول على الأموال الكافية من المصارف الأخرى، يلجأ إلى البنك المركزي (المقرض الأخير) وعلى الرغم من اعتبار الاقتراض من البنك المركزي إحدى الطرق التي تعتمدها المصارف لمعالجة أزمات

السيولة العابرة، إلا أنه غالباً ما تتردد في ذلك، حتى ولو كانت هذه القروض أقل تكلفة من غيرها من مصادر التمويل، ويرجع ذلك إلى عدم رضا البنك المركزي عن المصارف التي تكرر الاقتراض منه.

- **الأصول (الموجودات)**: (Assets)

يقصد بالموجودات (الأصل) بأنها عبارة عن مجالات توظيف الأموال التي تجمعت لدى المصرف من الودائع ورأسمالها، وتعتمد المصارف الإسلامية في استثمارها هذه الأموال على أسلوب المضاربة والمشاركة. حيث يشارك الأطراف المتعاقدون في المخاطرة وفي العائد.

- **التمويل بالمضاربة**: Silent Financing

يختلف مفهوم المضاربة في الفقه الإسلامي عنه في الاقتصاد الحديث، فهو في الفقه الإسلامي عقد خاص بين طرفين، يقدم أحد الأطراف رأس المال، ويقدم الطرف الآخر جهده المتمثل في الإدارة والخبرة والمناظرة، ويحدد الطرفان في العقد حصة كل منهما من الربح بنسبة مئوية، فإن ربح المشروع تقاسما الربح، وفقاً للنسبة المتفق عليها، وإن ظل رأس المال كما هو عليه، أي لم يزد ولم ينقص، فلا يكون لصاحب رأس المال إلا رأس ماله، وليس للمستثمر(أصحاب الجهد والإدارة) شيئاً، وإن خسر المشروع، وضاع جزء من رأس المال أو كله تحمل صاحب المال الخسارة وحده، ولا يجوز تحميل الطرف الثاني المستثمر أي شيء من الخسارة.

وبمعنى آخر، إن مفهوم المضاربة في الإسلام، يشير إلى المشاركة في الأرباح أما الخسارة المادية فيتحملها صاحب المال وحده، ولا يتحمل المستثمر إلا جهده.

ومن الجدير بالملاحظة أن المضاربة تطبق على الأنشطة التجارية القصيرة الأجل.

- **التمويل بالمشاركة**: Joint Financing

إن المشاركة هي شكل من ترتيبات من الأعمال، وفيها يجمع عدد من الشركاء تمويلهم الرأسمالي، للقيام بمشروع تجاري أو صناعي، ويمكن تطبيق المشاركة على أنشطة الإنتاج والأنشطة ذات الأجيال الطويلة.

هذا يعني أن أسلوب المشاركة يتضمن أكثر من مساهم واحد بالأموال، حيث تقوم كل الأطراف بالاستثمار بنسب مختلفة، وتوزع الأرباح أو الخسائر حسب حصة كل طرف في رأس المال.

والفرق بين المضاربة والمشاركة يتمثل في عدد الأطراف الداخلة في المعاملة. وفي الواقع، إنّ التمويل بالمشاركة يشبه إلى حد كبير سوقاً لحصص الملكية (أسهم رأس المال) يمكن فيها للجمهور والمصارف، بل وحتى البنك المركزي والحكومة أن تحصل على هذه الأسهم، ويمكن للشركات الراغبة في الحصول على أموال بغرض الاستثمار أن تستخدم هذا الأسلوب، وأن تطرح شهادات مشاركة في السوق، وهكذا فإن مثل هذه الشهادات ستكون في الواقع أدوات مالية قابلة للتحويل تطرحها الشركات، مؤمنة بأصول الشركة المصدرة، ويتقرر سعر هذه الشهادات والمعدل الضمني للعائد من خلال قوى السوق، كما تقوم المصارف الإسلامية بمنح قروض طويلة الأجل على أساس المشاركة في الربح والخسارة.

- **التمويل بالمشاركة المنتهية بالتمليك**:

Joint Financing Ending With Ownership

يعد التمويل بالمشاركة المتناقصة، أو المشاركة المنتهية بالتمليك، شكلاً من أشكال المضاربة المقيدة في مشروع معين، وقد سميت بصيغة المشاركة المتناقصة على أساس التناقض التدريجي لحصة الشريك الممول، أي المصرف الإسلامي، حيث يتفق الطرفان على أن يشتري المستثمر أجزاء من حصة الشريك الممول كل فترة زمنية معينة، وتنتهي الشركة إلى أن يشتري الشريك المستثمر كل حصة الشريك الممول بعد انقضاء هذه الفترات الزمنية، أما في حالة الشركة المنتهية بالتمليك، فيتفق الشريك الممول مع الشريك المستثمر على أن يبيع حصته بعد فترة من الزمن بمبلغ يتفقان عليه، بحيث يخرج الشريك الممول من العلاقة التمويلية عند السداد، ويمكن تطبيق الترتيب ذاته لإنشاء المصانع والمزارع والمستشفيات، وكل ما من شأنه أن يكون مشروعاً منتجاً للدخل المنتظم.

• **التمويل بالمرابحة لأمر الشراء**: Revenue Financial For Order To Purchase

يمثل التمويل بالمرابحة، إحدى صور العقود البيعية التي تتضمن قيام الطرف الأول (المصرف الإسلامي)، بشراء بضاعة معينة لصالح الطرف الثاني (الزبون) مقابل مبلغ معين يضاف إلى ثمن هذه البضاعة ، كما يتفق الطرفان على مكان تسليم البضاعة وشروطها ، وطريقة سداد قيمتها للمصرف ، وعادة ما تمنح المصارف لزبائنها فترة سداد تتراوح بين (٦-١٨شهراً) وفقاً لنص العقد ، وسواء تعلق الأمر بالسداد دفعة واحدة ، أو على دفعات متكررة تظل البضاعة ملكاً للمصرف كضمان له حتى انتهاء سداد كل قيمة البضاعة.

• **التأجير المنتهي بالتمليك**: Renting For Purchase Ending With Ownership

وهو عقد على منفعة معينة، ولمدة معلومة وبثمن معلوم، وفيه يقوم المصرف (المؤجر)، بشراء أصول إنتاجية أو رأسمالية (سيارات أو الآلات المعينة أو عقار أو...الخ) بناء على طلب الزبون (المستأجر)، وذلك من خلال عقد، يحدد قيمة إيجار المصرف لهذه الأصول، ومدة استغلالها من قبل الزبون، على أن يقوم الأخير بسداد دفعات مالية خلال فترة يتفق عليها الطرفان، وتظل ملكية الأصل للمصرف مع حق الزبون (المستأجر) في تملكه عند تمام سداد القيمة المتفق عليها.

• **الشراء مع تأجيل التسليم**: Purchase With Delayed Delivery

وبمقتضاه يدفع المشتري (المصرف) إلى البائع (الزبون) ثمن الشيء المتفاوض عليه مقدماً، على أن يستلم المصرف من البائع ذات الشيء مستقبلاً. ومن الواضح أن هذه المعاملة تكون صالحة في نطاق السلع التي يمكن معرفة كميتها ونوعيتها وقت العقد، والتي تتمثل في معظم المحاصيل الزراعية.

ومن الملاحظ أن هذا النوع من المعاملة يسهم في توفير السيولة النقدية للمنتجين المزارعين من مواجهة متطلبات الزراعة.

إن معاملة التمويل العاجل على حساب الإنتاج الآجل، عرف بعهد الرسول الكريم (صلى الله عليه وآله)، في ثمار النخيل التي كانت العمود الفقري للكيان الاقتصادي في المدينة المنورة، فقد وجد النبي الحبيب محمد (صلى الله عليه وآله)، أهل المدينة يتبايعون ثمار النخيل قبل أن تثمر بصورة عشوائية، تفضي إلى الظلم في غالب الأحوال، فبين لهم الرسول الأعظم محمد (صلى الله عليه وآله) الطريق الشرعي الذي يسد الحاجة ويمنع الظلم ، حيث قال (صلى الله عليه وآله وسلم) "من أسلم فليسلم في كل معلوم أو وزن معلوم إلى أجل معلوم"، وبذلك أمكن لصاحب حديقة النخيل أن يبيع مقداراً محدداً من الإنتاج المحتمل من التمر، فيستفيد البائع من النقد المعجل الذي يأخذ ثمناً مسبقاً، ويستفيد المشتري من المحصول على التمر في موعده وبسعر يقل عادة عن سعر السوق.

- **التمويل عن طريق إيجاد سوق رأس مال إسلامية** Financial by Finding Islamic Capital Market

يمكن أن نحدد أهم الأدوات الاستثمارية التي يعتمد عليها المصرف الإسلامي والتي تشكل في مجموعها النواة لبناء رأس المال الإسلامي:

- **الأسهم باعتبارها حصة مشاركة** (Skockson Joint Share):

يمكن أن تستخدم في سوق المال الإسلامية بالقوة والكفاية نفسها، التي تستخدمها المصارف التقليدية، إذ يكون باستطاعة الأفراد شراء بما يتبقى لهم من مال أسهماً في الشركات.

- **سندات المقاصة** (Settlement Bonds):

تقوم هذه المستندات على فكرة مفادها، أن رأس مال المضاربة مقسم إلى حصص متساوية، يملك كل صاحب حصة بمقدار ما يشتريه من حصص، حيث يعطى له لإثبات حقه سنداً بذلك، وقد صدر بها قانون مؤقت مستقل في المملكة الأردنية، حيث تم تعريف سندات المقاصة في المادة الثانية من قانون المصرف الإسلامي الأردني رقم(١٣) لسنة ١٩٧٨م، كما يأتي: (تعنى سندات المقاصة الوثائق الموحدة القيمة

والصادرة عن البنك بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها على أساس المشاركة في نتائج الأرباح المتحققة سنوياً حسب الشروط الخاصة بكل إصدار على حده ويجوز أن تكون هذه السندات صادرة لأغراض المقاصة المتخصصة وفقاً للأحكام المقررة لها في هذا القانون).

- **الأسهم غير المصوتة**(Non-Voting Share):

الأصل في نظام المشاركة في الفقه الإسلامي أن المشاركة قد تكون في رأس المال وحق العمل، حيث يكون كل واحد من الشركاء مالكاً لرأس المال بمقدار حصته فيه، وله حق الإدارة والتصرف، وهذه هي شركة الضمان، أو تكون المشاركة برأس المال من جانب، والعمل من جانب آخر، وعندئذ ترتفع يد صاحب رأس المال عن الإدارة والتصرف، ويصبح العامل أو المستثمر هو صاحب الكلمة في إدارة العمل، ضمن حدود الشروط التي قد يحددها له رب المال، وهذه هي شركة المضاربة.

إذاً الأسهم المصوتة(Voting Shares)، هي التي تجمع بين حقوق الملكية وحق الإدارة والتصويت والانتخاب.

أما الأسهم غير المصوتة(Non-Voting Shares) فهي التي تمثل فقط حقوق المشاركة في أرباح المشروع دون أن يكون لمالكيها حق التدخل في الإدارة والتصويت، أو الانتخاب والترشيح لعضوية مجلس الإدارة.

- **التمويل القصير الأجل** (Short-Term Financing)

أحد الأنشطة المهمة في ظل العمل المصرفي الحديث، هو منح القروض قصيرة الأجل لسد متطلبات الأنشطة المختلفة(الصناعة، التجارة،...الخ)، وتمنح القروض القصيرة عادة بسعر فائدة محدد، فكيف يمكن منح قروض قصيرة الأجل على أساس المشاركة في الربح والخسارة؟ يمكن أن تنسب الأرباح للقروض التي تعد حسابات ريعية (ربع سنوية)، ومن خلال تحديد نسبة ربع سنوية أو شهرية لربح تمويل القصير الأجل من مجموع التمويل، أما فيما يتعلق بالقروض التي تقل آجالها عن(٣٠) يوماً، وهي القروض التي تمنحها المصارف إلى زبائنها لآجال قصيرة في حدود معينة، ففي هذه الحالة

يمكن أن يفرض المصرف رسم خدمة على أساس العملية الواحدة،(لا على أساس مدة القرض أو مبلغه)، ويمكن أن تحدد رسوم الخدمة على أساس التكاليف الإدارية، ولكن إذا كان رسم الخدمة هذا مبلغاً ثابتاً، فإنه يكون عبارة عن فائدة ما على قرض المصرف القصير الأجل، حتى ولو لم يربط هذا الرسم صراحة بمدة القرض أو مبلغه.

ويدخل ضمن مسألة التمويل القصير الأجل القروض قصيرة الأجل بين المصارف الإسلامية، فقد يواجه المصرف أزمة سيولة عابرة نتيجة الزيادة الطارئة في طلب الأفراد على نقود الودائع، أو نتيجة قيام المصرف بتمويل مشاريع طويلة الأجل بموارد مالية قصيرة الأجل، وفي غياب سعر الفائدة، كما تطلب به الشريعة الإسلامية، يمكن تمويل القروض القصيرة الأجل بين المصارف عن طريق تحديد المكافأة على أساس المشاركة في الأرباح والخسائر، بحيث أن المصرف المقرض يشارك في الأرباح التي يحققها المصرف المقترض، ولكن في حالة معاناة مصرف معين من مشاركة مادة السيولة، قد لا يجد المصرف استعداد المصارف الأخرى لتمويله بالسيولة اللازمة على أساس المشاركة في الأرباح، وفي هذه الحالة يضطر المصرف إلى اللجوء إلى البنك المركزي ليزوده بالسيولة اللازمة.

- **رسوم الخدمات(الجعالة):** (Service Fees)

تسمح الشريعة الإسلامية للمقرض بأن يستعيد من المقترض تكاليف التشغيل، علاوة على المبلغ الأصلي، وهكذا تصبح المصارف قادرة شرعاً على فرض رسم خدمة أو عمولة على القروض التي تقدمها، وكذلك في الحالات التي يعهد فيها إليها بدور الوصي، ولكن هناك شرطاً مهم يرتبط بمثل هذه الرسوم لكي لا تصبح العمولة، أو رسم الخدمة صورة من صور الفائدة، لا يمكن أن يرتبط مبلغ رسم الخدمة ارتباطاً تناسبياً مع حجم القرض، وعلى ذلك يمكن أن تتخذ المصارف لا الربوية جعالة على الوديعة الثابتة(الاستثمارية)، والواقع أن وساطة المصرف الإسلامي بين المودعين والمستثمرين له الحق أن يطلب مكافأة عليها على أساس الجعالة.

ولا يمكن أن تكون هذه الجعالة ربا، لأنها ليست شيئاً يدفعه المدين إلى الدائن لقاء الدين نظراً إلى أن الودائع الثابتة (الاستثمارية) ليست ديناً على المصرف للمودع لكي يكون ما يدفعه إليه في مقابل القرض، وإنما هي باقية على ملكية أصحابها المودعين لها، والجعالة إنما هي على التوكيل بوصفه عملاً ذا قيمة مالية بالنسبة إلى المصرف، يتيح من فرصة اختيار المستثمر، وفرض شروط عليه.

٥. **البنك المركزي** Central Bank

1.5 مفهوم ونشأة البنك المركزي Concept Organization and Specification

أولاً: مفهوم البنك المركزي: Central Bank

هو مؤسسة نقدية حكومية تهيمن على النظام النقدي والمصرفي في البلد، ويقع على عاتقها مسئولية إصدار العملة ومراقبة الجهاز المصرفي، وتوجيه الائتمان لزيادة النمو الاقتصادي للمحافظة على الاستقرار النقدي عن طريق توفير الكميات النقدية المناسبة داخل الاقتصاد وربطها بحاجات النشاط الاقتصادي.

ثانياً: نشأة البنك المركزي: Central Bank Organization

إن الجذور التاريخية للصيرفة المركزية تمتد إلى منتصف القرن السابع عشر، عندما لوحظ أنه في العديد من البلدان، أخذ أحد المصارف يتولى تدريجياً مهمة إصدار الأوراق النقدية، والقيام بدور الوكيل المالي والصيرفي للحكومة، بعد أن كان حق إصدارها متروكاً لكل المصارف، وعلى هذا الأساس يسمى هذا المصرف في البداية بنك الإصدار، Bank of Issue أو البنك الوطني، National Bank ونجم عن تركز الإصدار في يد بنك واحد، أن أصبحت مسألة تنظيم إصدار العملة، وضمان تحويلها إلى ذهب أو فضة أو الاثنين معاً أهم وظائفه الأساسية، وبمرور الوقت كنتيجة لتطور العمل المصرفي توسعت وظائفه، وأغراضه لتتناول تنظيم الإصدار والإشراف على الائتمان على حد سواء.

ويمكن القول في هذا الصدد أن البنك السويدي المعروف باسم (Riks Bank) الذي أنشئ عام ١٥٥٦ وبنك انجلترا (Bank of England) عام ١٦٩٤ يعد من أوائل

بنوك الإصدار في العالم، كما يرجع لهما الفضل في تطوير فن الصيرفة المركزية The Art of Central Banking ، ثم بعد ذلك تم إنشاء بنك فرنسا عام ١٨٠٠م، وبنك هولندا عام ١٨١٤م، والبنك الوطني النمساوي ١٨١٧م، والبنك الوطني البلجيكي ١٨٥٠م، وبنك روسيا ١٨٦٠م وبنك ألمانيا ١٨٧٥م، وبنك اليابان ١٨٨٢م.

ومن الملاحظ أن بنوك الإصدار في صورتها الأولى كانت بنوكاً تجارية خاصة، ثم منحتها الحكومات امتيازاً لاحتكار العملة مع حقها في الإشراف عليها، وسيرها طبقاً لقواعد مرسومة، كما حدث في هولندا عام ١٨١٤م، والنمسا عام ١٨١٧م، وانجلترا عام ١٨٤٤م، وفرنسا ١٨٤٨م، وروسيا عام ١٨٦٠م، وأسبانيا م١٨٧٣، واليابان ١٨٨٢م، والسويد ١٨٩٧م، وقد تمخض عن هذا الامتياز أن تميزت بنوك الإصدار عن غيرها من البنوك الأخرى، وبمرور الزمن وبعد أن كسبت بنوك الإصدار احترام البنوك الأخرى وشاع استعمال الأوراق النقدية من قباها وتوليها الوكيل المالي للدولة، توسعت اختصاصاتها لتشمل ليس الإصدار فقط، بل أيضاً المحافظة على احتياطات البلد من الذهب، كما وجدت المصارف التجارية أن من المناسب لها أن تحتفظ لدى بنك الإصدار بحساب خاص تودع في أرصدتها النقدية (احتياطاتها النقدية لتسوية حساباتها، وبذلك أصبح بنك الإصدار يقوم بوظيفة الأمين أو الحارس (Custodian) لاحتياطيات المصارف التجارية، ومن هذه الوظيفة تفرعت وظائف أخرى، أهمها اعتباره كملجأ أو كمقرض أخير (Lender Last Resort) تلجأ إليه المصارف التجارية للتزود بالسيولة كلما كانت هنالك ضرورة لذلك، وفي نهاية القرن التاسع عشر أنشئت العديد من بنوك الإصدار في بلدان العالم مثل البرتغال ورومانيا وبلغاريا وتركيا ومصر والجزائر، وجميع هذه البنوك، احتكرت الإصدار منذ إنشائها، والسبب في منح امتياز إصدار الأوراق النقدية إلى بنك واحد، أن توحيد الإصدار يسهل إشراف الدولة عليه ويزيل حالة الإفراط في الإصدار التي تنشأ عن تعددية جهة الإصدار.

وعندما أدركت الحكومات خطورة احتكار حق إصدار العملة من قبل مؤسسات مصرفية خاصة في حين أن الإصدار يمس مصلحة عامة، اتجهت إلى تأميمها، ومن أوضح الأمثلة على ذلك تأميم بنك فرنسا عام ١٩٤٥م وإنجلترا عام ١٩٤٦م.

ومع مطلع القرن العشرين أخذ إنشاء البنوك المركزية من قبل الحكومات بـدلاً مـن رؤوس الأموال الخاصة يتوالى في بقية أرجاء العالم.

ثالثاً: خصائص البنوك المركزية: Central Bank Specification

يمكن تحديد أهم الخصائص التي تتميز بها البنوك المركزية وفيما يأتي:

- تعتبر البنوك المركزية مؤسسات نقدية ذات ملكية عامة، فالدولة هي التي تتولى إدارتها والإشراف عليها من خلال القوانين التي تقرها، والتي تحدد بموجبها أغراضها وواجباتها، وما دامت هذه البنوك تعد إحدى أجهزة الحكومة، فإن قراراتها يجب أن تكون متناسقة مع السياسة الاقتصادية العامة للبلد.
- يعد البنك المركزي ممثلاً للسلطة النقدية التي تدير النظام النقدي، وتشرف على سير العمل المصرفي والنشاط الائتماني، والتحكم في عرض النقد المالي بما يحقق المحافظة على القيمة الداخلية والخارجية للنقد الوطني، وتعزيز الإنتاج والاستخدام، وتحقيق التوازن في المدفوعات الخارجية للبلد، كما أن البنك المركزي يمتلك من الأدوات التي تمكنه من فرض سيطرته على المصارف التجارية، وجعلها تستجيب للسياسة النقدية التي ترغب في تنفيذها.
- تعتبر البنوك المركزية مؤسسات لا تعمل من أجل تعظيم الربح، وإنما وجدت بهدف تحقيق الصالح العام للدولة.
- تركز البنوك المركزية جل أعمالها مع مؤسسات الحكومة، والخزينة العامة، والمؤسسات المصرفية الأخرى ونادراً ما تتعامل مع الأفراد كما هو الحال بالنسبة للبنك الوطني البلجيكي وبنك إيطاليا.
- يمثل البنك المركزي المؤسسة الوحيدة في البلاد التي تحتكر إصدار العملة.
- يوجد في كل بلد بنك مركزي واحد باستثناء الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يوجد فيها (١٢) مؤسسة للإصدار النقدي خاضعة لسلطة نقدية مركزية بمجلس الاحتياط الفدرالي (Federal Reserve Board) الذي يحدد السياسة النقدية للبلد، والتي تلتزم بتنفيذها جميع بنوك الإصدار.

٥ , ٢ وظائف البنك المركزي Central Bank Functions

تقسم وظائف البنك المركزي إلى أربع وظائف رئيسة :

أولاً : وظيفة الإصدار النقدي: Monetary Issue

يعتبر البنك المركزي الجهة الوحيدة المخولة من قبل الحكومة بحق إصدار العملة الوطنية المتداولة، وهذه المهمة أو الوظيفة تقتصر عليه دون غيره من المؤسسات المالية والمصرفية الأخرى. وتعد هذه الوظيفة من أولى الوظائف التي تكفل بها البنك المركزي، وارتبطت بمبررات تأسيسه بوصفه بنكاً للإصدار من الناحية التاريخية تمييزاً له عن بقية المصارف والمؤسسات المالية الأخرى التي تزاول العمل المصرفي والائتماني.

وتخضع البنوك كما كان في السابق لقيود قانونية وتشريعية تحدد ، وتنظم قدراته وإمكانياته في إصدار العملة، وهذه القيود المفروضة على حرية البنوك المركزية في الإصدار النقدي ترتبط أساساً بـ(مكونات غطاء العملة) من حيث نوعية وحجم، أو مقدار هذه المكونات، فعندما كانت النظم النقدية تستند على قاعدة الذهب، كانت التشريعات الحكومية تلزم البنوك المركزية بالاحتفاظ برصيد ذهبي يتناسب وكمية الإصدار من العملة بهدف مواجهة طلبات تحويل العملة إلى ما يساويها، أو ما يعادلها من الذهب بحسب شروط قاعدة الذهب النافذة آنذاك.

وعندما تم التخلي عن قاعدة الذهب، والتحول إلى قاعدة النقود الورقية الإلزامية، أصبح غطاء العملة لا يقتصر في مكوناته على الذهب وحده، وإنما أصبح الغطاء الفعلي للعملة الوطنية مرتبطاً ومتحدداً أساساً بدرجة تطور وتنوع النشاط الاقتصادي، والقدرة الإنتاجية للبلد، والتي تنعكس في ميزان مدفوعاته وأصبح غطاء العملة في ظل قاعدة النقود الورقية الإلزامية السائدة الآن، متنوعاً من حيث الأموال المكونة لها منها، السندات الحكومية والأوراق التجارية وأنواع من العملات الدولية الرئيسية فضلاً عن نسبة معينة من الرصيد الذهبي.

ومع المرونة التي توفرها قاعدة النقود الورقية الإلزامية للبنك المركزي في مجال الإصدار النقدي، إلا أنها ليست مرونة تامة أو غير محدودة، إذ إن السلطات النقدية

المعاصرة والممثلة في البنك المركزي تدرك تماماً أهمية الترابط القائم بين كمية النقود المتداولة من جهة، وكمية الإنتاج من السلع والخدمات من جهة أخرى، باعتبار أن العملة الوطنية تعطي لحاملها حقاً قانونياً أو عرفياً للحصول على ما يعادلها من السلع والخدمات، لهذا فإن كمية الإصدار النقدي ترتبط بمقدار الإنتاج الفعلي، لذا يمكن القول بأن الغطاء الفعلي للعملة الوطنية يتمثل حالياً في حجم الإنتاج الحقيقي للبلد، والذي يظهره ميزان المدفوعات.

ومن الضروري الإشارة هنا إلى أن عملية الإصدار النقدي من قبل البنك المركزي يجب أن تراعي الأهداف الاقتصادية العامة التي تسعى الدولة إلى تحقيقها، وفي مقدمة هذه الأهداف تحقيق قدر مناسب ومقبول من الاستقرار النقدي والنمو الاقتصادي، كأهداف أساسية تسعى إليها السياسة النقدية، مما يعني في الوقت ذاته تجنب الضغوط التضخمية من جهة، وتوفير قدر مناسب من الرواج الاقتصادي من جهة أخرى.

ثانياً: وظيفة الرقابة على الائتمان المصرفي: Surveillance on Bank Credit

يعتمد البنك المركزي في تطبيقه لهذه الوظيفة على مجموعة من الإجراءات والتدابير الهادفة إلى تنظيم نشاط الجهاز المصرفي، وتوجيهه الوجهة المناسبة والسليمة عن طريق فرض رقابته على عمليات الإقراض والاستثمار المصرفي التي تنعكس بدورها على حجم، أو كمية وسائل الدفع المتاحة في المجتمع، وإجمالي السيولة المحلية في البلد بهدف تحقيق الاستقرار النقدي والذي ينعكس في المحافظة على قيمة العملة الوطنية داخلياً وخارجياً، وهذا الاستقرار يمثل هدفاً أساسياً يسعى إليه البنك المركزي أو السلطة النقدية.

إن وظيفة الرقابة على الائتمان المصرفي تتحقق من خلال استخدام البنك المركزي مجموعة من الأدوات والوسائل، وهي في الوقت ذاته أدوات السياسة النقدية، ويكون الغرض من استخدام هذه الأدوات، التأثير في كمية الائتمان المصرفي ونوعيته، أو بمعنى آخر التأثير في حجم واتجاه الائتمان المقدم إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة على أساس، أن هذا التأثير سيترك أثره في عرض النقد، خاصة وأن المصارف التجارية لها دور

مهم في تكوين مقدار عرض النقد، لما لها من قدرة على التوسع أو الانكماش في منح وقبول القروض الائتمانية، وهذا التأثير في مكونات وحجم عرض النقد يترك آثاره في المستوى العام للأسعار، ثم في النهاية يترك آثاره في قيمة العملة الوطنية التي يسعى البنك المركزي إلى تحقيق الاستقرار النسبي في قيمتها ليسهم في الوقت ذاته في تحقيق معدلات مناسبة من النمو الاقتصادي.

ثالثاً: وظيفة البنك المركزي بنك الحكومة ومستشارها المالي:

Central Bank Government Bank

مارست البنوك المركزية مسئولية كونها بنك الحكومة ومستشارها المالي منذ حصولها على امتياز حق إصدار العملة الوطنية، وأخذت الحكومات تحتفظ بحساباتها لدى بنوكها المركزية، وتقوم الأخيرة بتنظيم مدفوعاتها وتقديم السلف والقروض قصيرة الأجل، أثناء العجز الموسمي أو المؤقت الذي يطرأ على الميزانيات السنوية، وعند الحاجة إلى القروض الاستثنائية، كما تقوم البنوك المركزية بإصدار القروض الحكومية العامة (إصدار السندات)، وتولي خدماها، فضلاً عن قيام البنك المركزي بالرقابة على الصرف الأجنبي، وإدارة الاحتياطيات المالية الحكومية وتنظيمها، وتقديم المشورة عند عقد القروض الحكومية الداخلية منها والخارجية، لهذا فهو يمارس وظيفة بنك الحكومة ووكيلها ومستشارها المالي.

وفي ضوء ما تقدم يمكن تحديد **المهام التي يتولاها البنك المركزي، باعتباره بنك الحكومة ومستشارها المالي، كما يأتي:**

- توفير العملة بالكميات المناسبة للحكومة، بهدف تمكينها من تمويل إنفاقاتها الجارية والاستثمارية.
- منح القروض قصيرة الأجل للحكومة، لتمكينها من مواجهة العجز في ميزانيتها خاصة في الفترات التي تزداد فيها النفقات الحكومية مقابل تأخر جباية بعض الإيرادات الحكومية (الرسوم والضرائب)، على أن تعيد الحكومة هذه المبالغ المقترضة في آجالها المحددة.

- تقديم القروض متوسطة وطويلة الأجل إلى الحكومة، عن طريق إصدار السندات الحكومية، وتولي مهمة إدارة هذه القروض من خلال قيام البنك المركزي كمستثمر في السندات الحكومية، أي مشتر لها.
- منح القروض للمؤسسات والهيئات الحكومية من أجل تمكينها من تمويل نفقاتها الإنتاجية، وخاصة في فترات الأزمات الاقتصادية.
- إدارة الدين الحكومي العام الداخلي والخارجي نيابة عن الحكومة، ويتمثل الدين الداخلي في حوالات الخزينة والسندات الحكومية، وتتم هذه لخدمة من خلال قيام البنك المركزي ببيع هذه الأدوات في الأسواق النقدية، ولأسواق المالية ووفق ضوابط وشروط محددة تكون في مقدمتها مدى استيعاب هذه الأسواق لحجم القروض الحكومية.
- أما إدارة البنك المركزي للدين الخارجي، أي تسوية ديون الحكومة مع الأطراف الدولية سواء أكانت دولاً أم هيئات من خلال تحمل أعباء خدمة هذه الديون (أي سداد أقساط الدين مع الفوائد المترتبة عليه)، نيابة عن الحكومة دون أية عمولة.
- إدارة الاحتياطيات النقدية والمالية الحكومية، إذ يتولى البنك المركزي إدارة ورقابة كافة الموجودات الحكومية من ذهب وعملات دولية، في تسوية المبادلات الخارجية، على أساس أسعار الصرف المحددة بين العملة الوطنية والعملات الدولية.
- تقديم المشورة المالية والمصرفية للحكومة، وإبداء الرأي حول الإجراءات والتدابير المتخذة من قبل الحكومة في المجالات والسياسات الاقتصادية المختلفة وفي مقدمتها السياستان النقدية والمالية.

رابعاً: وظيفة البنك المركزي بنك البنوك والملجأ الأخير للإقراض:

Central Bank Lender of Last Resort

يتمتع البنك المركزd بمنزلة بنك البنوك من خلال قيامه بتقديم القروض والتسهيلات المصرفية لمؤسسات الجهاز المصرفي، وللحكومة أيضاً خاصة في أثناء الأزمات الاقتصادية، وعند اقتضاء الحاجة إلى مثل هذه القروض بصفته المقرض الأخير

للجهاز المصرفي، أو كما جرت العادة على تسـميته بـ (الملجـأ الأخـير للإقـراض The Lender of Last Resort، كما أن الحكومة وبقية المصارف تعتمد عليه في الاحتفـاظ بأرصدتها، واحتياطياتها النقدية لديه، فضلاً عن تكليفه بتسـوية الحسـابات المختلفـة بـين الجهاز المصرفي عن طريق أسلوب (المقاصة).

ففيما يتعلق بكونه مجمعاً لاحتياطيات المصارف، يلاحظ أنـه قـد تـولى هـذه المهمـة تاريخياً، عندما كانت عوامل اليسر والملاءمة تحفز المصارف التجاريـة علـى إيـداع فـائض احتياطياتها النقدية لدى بنك الإصدار (البنك المركزي فيما بعد)، وبصفة خاصـة عنـدما كان يتولى مهمة تسوية الحسابات فيما بين أطراف الجهاز المصرفي، ولقد ترتب على إيداع الاحتياطيات النقدية الفائضة عن حاجـة المصـارف لـدى البنـك المركـزي، تجميـع هـذه الأرصدة في مجمع واحد (البنك المركزي)، ووضعها تحت تصـرف المصـارف بمجموعهـا، بهدف سد حاجة كل واحد منها من الأرصدة النقدية بحسب تقدير البنـك المركـزي لهـذه الحاجة، على أن لا تتعارض تلبيته لهـذه الحاجـات مـع أهـداف وظيفتـه السـابقة الـذكر كرقيب على الائتمان المصرفي.

إن تجميع هذه الاحتياطيات لدى البنك المركزي تؤمن سـيولة الجهـاز المصـرفي مـن خلال تحويل الفائض إلى وحدات العجز، ولقد تحول الأمر فيما بعـد إلى قيـام المصـارف التجارية بحكم القانون، أو الأعراف المصرفية السائدة إلى إيداع نسـبة مـن ودائعهـا لـدى البنـك المركـزي، والمعرفـة بنسـبة الاحتيـاطي النقـدي القـانوني Required Legal Reserve، وقد أصبحت هذه النسبة أداة مـن أدوات البنـك المركـزي في فـرض رقابتـه المصرفية والائتمانية على نشاط المصارف التجارية.

أما عن مهمته الأخرى كمقرض أخير للجهاز المصرفي والائتماني من خلال تقديمـه للقروض والتسهيلات المصـرفية التجاريـة الـتي تتطلـب منـه ذلـك، سـواء كانـت تلبيـة لحاجاتها عن طريق تقديم القروض المباشرة، أو غير المباشرة، مثل إعـادة خصـم الأوراق المالية المقدمة إليه، من قبل هذه المصارف، أو قيامـه بعمليـات السـوق المفتوحـة، بهـدف

المحافظة على سيولة النظام الائتماني أو الجهاز المصرفي، كما قد يذهب البنك المركـزي في تحقيق ذلك إلى التعامل مباشرة مع الأفراد والمشروعات.

أما عن أسلوب (المقاصة) الذي يقوم البنك المركزي بها، فهي تعني تسوية حسابات المصارف بوساطة القيود الدفترية، بعد تصفية الصكوك المسحوبة على كـل مصـرف مـن هذه المصارف، مع قيمة الصكوك الصادرة لصالحه على المصارف الأخرى، بحيـث يظهـر في نهاية عملية المقاصة صافي رصيد كل مصرف بالمبالغ الدائن أو المدين إلى بقية المصارف الأخرى، وان إجراءات المقاصة التي تتم في Clearing House داخـل البنـك المركـزي تساعد على تسوية المدفوعات بين أطراف الجهاز المصرفي دون الحاجة إلى استعمال النقود لهذه الأغراض، مما قد يوفر من العملة المتداولة لغرض تسوية العمليـات المصـرفية، لهـذا فإن البنك المركزي يحتل مكانة بنك البنـوك بحكـم الخـدمات والمسـئوليات الـتي يتولاهـا والتسهيلات التي يقدمها لبقية أطراف الجهاز المصرفي.

٣,٥ ميزانية البنك المركزي Central Bank Budget

تتكون ميزانية البنك المركزي شأنها شأن ميزانية المصرف التجاري من جانبين:

الجانب الأول: الموجودات أو الأصول Assets، ويضـم حقـوق البنـك المركـزي علـى العالم الخارجي، والقطاع الحكومي، والمؤسسات المصرفية وتمثل الموجودات اسـتخدامات أموال البنك.

الجانب الثاني: المطلوبات أو الخصوم Liabilities، فيحتوي على حقوق الدائنين تجاه موجودات البنك، وتمثل المطلوبات مصادر أموال البنك، ويمكـن تصـوير ميزانيـة البنـك المركزي في الجدول الافتراضي الأتي: ويوضح الجدول البنود التي تتضمنها جانبا الميزانيـة (الموجودات والمطلوبات) والتي يمكن التطرق لها وكما يأتي:

الجدول رقم(١)

ميزانية البنك المركزي

الموجودات	المبالغ	المطلوبات	المبالغ
١. الموجودات الأجنبية	XXX	١. الاحتياطي النقدي	
٢. حقوق على الحكومة		- عملة في التداول	XXX
- قروض وسلف	XXX	- ودائع المصارف التجارية	XXX
- سندات الحكومة وأذونات الخزينة	XXX	- ودائع المؤسسات الأخرى	XXX
٣. حقوق على المصارف التجارية	XXX	٢. الودائع الحكومية	XXX
٤. حقوق على المؤسسات الأخرى	XXX	٣. المطلوبات الأجنبية	XXX
٥. موجودات أخرى		٤. حسابات رأس المال	
- صكوك قيد التحصيل	XXX	- رأس المال المدفوع	XXX
- أثاث وسيارات ومعدات	XXX	- الاحتياطيات	XXX
- وغيرها من الموجودات	XXX	٥. المطلوبات الأخرى	XXX
مجموع الموجودات	XXX	مجموع المطلوبات	

أولاً: جانب المطلوبات أو (الأصول) Liabilities:

ويتكون من الفقرات الآتية:

- الاحتياطي النقدي Money Reserve:

يمثل الاحتياطي النقدي، أو النقد الإحتياطى القاعدة النقدية أو (الأساس النقدي) Monetary Base أو ما يطلق أيضاً بالنقود ذات القوة العالية High

Power Money ويتكـون مـن العملـة المصـدرة (الأوراق النقديـة، والمصـكوكات المساعد) خارج الجهاز المصرفي مضافاً إليها احتياطيات البنوك النقدية: أي أن:

النقد الاحتياطي= الأساس النقدي = العملة في التـداول +احتياطيـات البنـوك النقديـة، ويستطيع البنك المركـزي مـن خـلال الاحتيـاطي النقـدي الـتحكم في سـيولة المصـارف التجارية وقابليتها الإقراضية وبالتالي في مقدارها على تغيير عرض النقد.

- **الودائع الحكومية:** Government Deposit

إن طبيعة عمل البنك المركزي تتحدد بصورة رئيسة مع الحكومـة، والخزينـة العامـة والمؤسسات المصرفية الأخرى، ونادراً ما تتعامل مع القطاع الخاص، لهذا لا يقبـل ودائـع الأفراد والمشروعات الخاصة، والبنك المركزي بصفته الوكيل المالي للحكومـة يعهـد إليـه حفظ حسابات الحكومة، ودوائرها وقبول أموالها النقدية في الحسابات الجارية لديه.

- **المطلوبات الأجنبية:** Foreign Liabilities

وتشتمل على التزامات البنك المركزي تجاه العالم الخارجي، وأهم فقراتها هي:

١. المخصص من حقوق السحب الخاصة.
٢. حساب صندوق النقد الدولي أو (استخدام موارده).
٣. أرصدة اتفاقيات الدفع الثنائية.

- **حسابات رأس المال:** Capital Accounts

وتتضمن هذه الفقـرة المـوارد الذاتيـة للبنـك المركـزي، وتشـتمل علـى رأس المـال المدفوع والاحتياطيات، والبنك المركزي شأنه شـأن المصـارف التجاريـة، لا يعتمـد علـى رؤوس أمواله الخاصـة في تأديـة عملياتـه النقديـة والماليـة، فالقسـم الأكـبر مـن مـوارده يستمدها من موارد خارجية.

- **المطلوبات الأخرى:** Other Liabilities

وتحتوى هذه الفقرة على المطلوبات الأخـرى غـير المصـنفة في البنـوك أعـلاه مثـل الحسابات المعلقة.

ثانياً: جانب الموجودات أو الخصوم: Assets

يشير جانب الموجودات إلى استثمارات أموال البنك المركزي ويتضمن الفقرات الآتية:

١. أرصدة نقدية.
٢. عملات أجنبية قابلة للتحويل.
٣. أرصدة أو ودائع لدى المصارف الأجنبية.
٤. حقوق السحب الخاصة.
٥. المركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي.
٦. الاستثمارات الأجنبية.

- **الموجودات الأجنبية: Foreign Assets**

تتألف هذه الفقرات من الآتي:

- **الحقوق على الحكومة**: Claims On Government

وتتضمن هذه الفقرة اقتراض الحكومة من البنك المركزي لتغطية إنفاقاتها سواء أكان بطريقة مباشرة كمنح السلف النقدية، أم عن طريق شراء السندات الحكومية، وأذونات الخزينة العامة.

- **الحقوق على المصارف التجارية**: Claims on Commercial Banks

وتتمثل بالقروض المقدمة من قبل البنك المركزي إلى المصارف التجارية، سواء بصورة مباشرة كمنح السلف والقروض النقدية، أم عن طريق إعادة خصم أصولها المالية كالموجودات المالية الحكومية والأوراق التجارية.

- **الحقوق على المؤسسات المالية الأخرى**: Claims on other Financial Institution

وتشمل على الائتمان المقدم من قبل البنك المركزي إلى المصارف المتخصصة، ومصارف الاستثمار، ومصارف الادخار الإسلامية وغيرها من المؤسسات المالية الوسيطة.

- **الموجودات الأخرى:** Other Assets

وتتألف من بقية الموجودات التي لم تدرج في الفقرات أعلاه، مثل الموجودات الثابتة والصكوك قيد التحصيل.

وتجب الملاحظة هنا، أنه مادام أن الميزانية تقوم على أساس القيد المحاسبي المزدوج، فلابد وأن يتساوى فيها جانب الموجودات مع جانب المطلوبات، لذلك يمكن كتابة ميزانية البنك المركزي في صورة معادلة تتخذ الشكل الآتي:

الموجودات = المطلوبات.

٥ , ٤ البنك المركزي وأدوات السياسة النقدية

Central Bank and Monetary Policy

يستخدم البنك المركزي وسائله النقدية والائتمانية لتحقيق رقابته وسيطرته على الائتمان المصرفي كمهمة أساسية يتولاها دون غيره من مؤسسات الجهاز المصرفي، بهدف زيادة النمو والتنمية الاقتصادية.

ويمكن تقسيم الرقابة المصرفية والائتمانية للبنك المركزي في ثلاثة مجالات، وفقاً للأساليب والسياسات التي تستخدمها تبعاً لطبيعة النظام الاقتصادي المتبع، ودرجة تطوره الاقتصادي وهذه المجالات هي كما يأتي:

أولاً: الرقابة الكمية على الائتمان المصرفي: Quantity Control on Bank Credit

إن الهدف من استخدام أدوات الرقابة الكمية يتحدد في التأثير في حجم الائتمان المصرفي، والذي ينعكس بدوره على مستوى النشاط الاقتصادي، **ولما كان الحجم الكلي للائتمان يتوقف على عاملين هما:**

١. حجم الاحتياطيات النقدية المتوافرة لدى المصارف.
٢. نسبة الاحتياطي النقدي القانوني تجاه الودائع التي تحتفظ بها المصارف

فإذا أستطاع البنك المركزي من التأثير في هذين الجانبين، فإنه سيكون قادراً على فرض رقابته على نشاط المصارف التجارية في تكوين الائتمان، ويمكن تناول أهم وسائل البنك المركزي في مجال الرقابة الكمية على الائتمان المصرفي في ثلاث وسائل كمية هي:

أ/ سياسة سعر الخصم: Discounting Prices Policy

يعتبر سعر الخصم، أو كما يسمى سعر إعادة الخصم، بمثابة سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من المصارف التجارية مقابل إعادة خصمه لما يقدم إليه من كمبيالات وأذونات الخزانة، كذلك يحصل البنك المركزي على سعر الخصم عند تقديمه قروضاً وسلفاً مضمونه بمثل هذه الأوراق إلى المصارف التجارية.

١. تحديد الشروط الواجب توافرها في الأوراق التي يقبل البنك المركزي خصمها، أو يسمح بالإقراض بضمانها للمصارف التجارية، مع إمكانية تعديل هذه الشروط بين فترة وأخرى بحسب الأحوال المصرفية، والائتمانية التي تقتضي ذلك.
٢. تعديل الكلفة، أو النفقة التي تتحملها المصارف عن طريق تغيير سعر الخصم.

وتعلن البنوك المركزية عن الأسعار المستعدة لإعادة الخصم بموجبها من وقت لآخر، وبحسب ما تقتضيه تقديرات هذه البنوك المتناسبة مع سيطرتها وتوجهها للنشاط الائتماني والمصرفي، وفيما إذا كان يحتاج إلى المزيد من التنشيط أو التقييد.

وتسلك سياسة سعر الخصم الهادفة إلى التأثير في إجمالي الاحتياطيات النقدية المتوافرة لدى الجهاز المصرفي في اتجاهين هما:

وبما أن التغيير في كلفة الاقتراض من البنك المركزي للمصارف التجارية يؤدي إلى تغيير مقابل في أسعار الفائدة التي تتقاضاها المصارف عن قروضها للأفراد والمشروعات، لذلك يترتب على تغيير في أسعار الفائدة في السوق بوجه عام، بما ينتج عنه التأثير في حجم الائتمان المصرفي.

فعلى سبيل المثال، لو أراد البنك المركزي إحداث انكماش وتقليص حجم الائتمان المصرفي، فيمكنه رفع سعر الخصم مما يؤدى إلى ارتفاع أسعار الفائدة على القروض وخاصة للأجل القصير، فينخفض نتيجة لذلك الطلب على الاقتراض من المصارف أو تحديد القروض السابقة بالنظر لارتفاع كلفتها، فينخفض الائتمان المصرفي، والعكس صحيح أيضاً، إلا أنه من الملاحظ، وفي أغلب الأحيان أن تأثير خفض سعر الخصم غير فعال تماماً في أثناء الأزمات الاقتصادية، وخاصة عندما تتوافر احتياطيات نقدية كبيرة لدى المصارف التجارية، تبقى عاطلة ويصعب استثمارها، وإقراضها لانخفاض الطلب عليها في السوق، مما يترتب على ذلك عملياً عدم لجوء المصارف التجارية إلى البنك المركزي للاقتراض منه، أو لخصم الأوراق المالية لديه، مما يفقد البنك المركزي استخدام أداة سعر الخصم للتأثير في حجم الائتمان المصرفي، إلا أنه يبقى لسياسة سعر الخصم تأثير في المصارف التجارية، ويمثل مؤشراً لإتباع هذه المصارف اتجاهاً انكماشياً أو توسيعاً في نشاطها الائتماني، واستثمارها المصرفي.

كما أن سياسة سعر الخصم توجب سوق نقدية متطورة، يكون فيها التعامل نشطاً بالأوراق التجارية، وبقية أدوات الائتمان المصرفي قصيرة الأجل، ومثل هذه السوق لا تتوفر عادة في البلدان النامية، لهذا فإن وسيلة سعر الخصم ذات أهمية متواضعة في البلدان النامية.

ب/ عمليات السوق المفتوحة: Open Market Operations

ويقصد بعمليات السوق المفتوحة قيام البنك المركزي ببيع وشراء الأوراق المالية الحكومية من تلقاء نفسه في السوق المالية والنقدية، لهذا يحتفظ البنك المركزي بمحفظة تضم السندات الحكومية ذات الآجال المتفاوتة، وتسمى عادة هذه بالمحفظة الاستثمارية.

ويعود سبب دخول البنك المركزي بائعاً ومشترياً للسندات والأوراق المالية والنقدية المتوسطة والطويلة والقصيرة الأجل في السوق المالية والسوق النقدية، إلى محاولته التأثير في النشاط الاقتصادي، من خلال التأثير في قدرة المصارف والأفراد في التوسع، أو التقليص لحجم نشاطهم الائتماني والاستثماري.

فعندما يبيع البنك المركزي السندات في السوق، فإنه يقصد من ذلك تخفيض حجم الأرصدة النقدية الموجودة لدى المصارف التجارية والأفراد، ويزيد في الوقت نفسه من حجم أرصدته النقدية باعتبار أن المشترين للسندات سيدفعون ثمنها نقداً، أو بصكوك إلى البنك المركزي، وهو بهذا الإجراء يقلص من حجم عرض النقد، ومن السيولة المحلية الإجمالية للاقتصاد الوطني.

أما عندما يقوم البنك المركزي بشراء السندات الحكومية من السوق المالية، فإنه بذلك يزيد من حجم الأرصدة النقدية لدى المصارف التجارية والأفراد، إذ يقوم البنك المركزي بدفع ثمن هذه السندات للبائعين نقداً، أو بصكوك مصرفية، وهو بهذا الإجراء يضيف إلى عرض النقد وإلى إجمالي السيولة المحلية للاقتصاد الوطني، فمثلاً إن دخول البنك المركزي للسوق المالية بائعاً أو مشترياً للسندات يهدف إلى تقييد أو تنشيط الوضع الاقتصادي، وإن كانت فعالية سياسة عمليات السوق المفتوحة غالباً ما تكون متواضعة الفعالية في حالات الأزمات الاقتصادية، لأن المصارف التجارية لا تقوم بالضرورة باستثمار مواردها وأرصدتها النقدية المتاحة لديها في أثناء الانكماش الاقتصادي، كما أنها لا تندفع في شراء السندات الحكومية من البنك المركزي في أثناء حالات التضخم الاقتصادي، فضلاً عن أن الأفراد سينطبق عليهم ما ينطبق على استثمارات المصارف التجارية في أثناء الأزمات الاقتصادية، وخاصة أن عامل التوقعات يكون من العوامل المهمة في تقرير نوع استثماراتهم، وتحديد الأرباح المتوقعة في المستقبل.

ولهذا فإن سياسة عمليات السوق المفتوحة تؤثر أيضاً في أسعار الفائدة للسندات التي يبيعها البنك المركزي، أو يشتريها من السوق المالية، وهذا التأثير بدوره يرتبط بعنصر التوقعات في الاستثمار لهذا النوع من الأوراق المالية.

كما يظهر تواضع فعالية سياسة عمليات السوق المفتوحة بدرجة أكبر في البلدان النامية، التي ما زالت تفتقد الأسواق المالية والنقدية المتطورة، وما هو موجود من أسواق مالية ونقدية فيها مازال متسماً بالمحدودية في نشاطه وضيق تداول الأوراق المالية الخاصة بهذه السوق.

ج/ تعديل نسبة الإحتياطي النقدي القانوني: Required Legal Reserve Ratio

تتأثر قدرة المصارف التجارية في منحها للائتمان بنسبة الاحتياطي النقدي القانوني الذي يقرره البنك المركزي، ويلزم بها المصارف التجارية باستقطاع جزء من ودائعها كاحتياطيات نقدية تودع لدى البنك المركزي، لذلك يمكن للبنك المركزي استخدام هذه الوسيلة للتأثير في حجم وكمية الائتمان المصرفي الذي تمنحه المصارف التجارية.

ويكون هذا التأثير بتوسع أو تقيد حجم الائتمان المصرفي، وبحسب مقتضيات الوضع الاقتصادي السائد، إذ يعمد البنك المركزي عادة إلى زيادة نسبة الاحتياطي النقدي القانوني في أثناء فترات التضخم، وعلى العكس تماماً يعمد البنك المركزي إلى تخفيض هذه النسبة في أثناء الكساد الاقتصادي بهدف تشجيع المصارف التجارية على التوسع في منح الائتمان المصرفي خاصة، وأن العلاقة عكسية بين توليد الودائع من قبل المصارف التجارية من جهة، ونسبة الاحتياطي النقدي القانوني من جهة أخرى.

إن تغير نسبة الاحتياطي النقدي القانوني بالزيادة، أو النقصان يعتبر من الوسائل الكمية الفاعلة في الرقابة على الائتمان المصرفي وتحديد حجمه، وخاصة في البلدان النامية فضلاً عن أن هذه السياسة الخاصة بتغير نسبة الاحتياطي النقدي القانوني يمكنها أن تؤثر في حجم السيولة لدى المصارف، وتضمن حقوق المودعين نفسها.

ثانياً: الرقابة النوعية على الائتمان المصرفي: Qualitative Control On Bank

يقصد بالرقابة النوعية، أو الكيفية أوجه استخدام الائتمان المصرفي بصرف النظر عن كميته أو حجمه، إذ إن هذه الرقابة تنصب على الاتجاهات والمسارات التي توزع فيها المصارف التجارية مواردها النقدية بصيغة قروض، واستثمارات مصرفية مختلفة.

ويعود سبب الاعتماد على الرقابة النوعية لتلافي العيوب والنواقص التي يمكن أن تنشأ عن استخدام أدوات الرقابة الكمية، لذلك فإن فاعلية الرقابة النوعية يمكن أن تعضد، وتسند الرقابة الكمية، كما أنها توفر الموارد اللازمة لتنشيط قطاع اقتصادي بقدر معين يفوق بقية القطاعات الأخرى، عن طريق إتباع سياسة تمييزية بأسعار الفائدة من قبل البنك المركزي.

وللرقابة النوعية وسائل متعددة تشترك جميعها في التأثير في استعمالات الائتمان المصرفي مثل وسيلة أسعار الفائدة التمييزية التي تمثل تحديداً لأسعار الفائدة على القروض بشكل يختلف عن قروض قطاع اقتصادي معين لآخر، والهدف من ذلك تقليص حجم القروض الموجهة لبعض القطاعات، وخاصة القطاعات غير الإنتاجية، أو السلعية، وبالمقابل تنشيط القطاعات الإنتاجية عن طريق القروض المقدمة لها بكلفة أقل من غيرها.

كما يمكن أن يعمد البنك المركزي إلى اشتراط موافقته على القروض التي تقدمها المصارف التجارية لبعض القطاعات، والتي يتجاوز مبلغها مقداراً معيناً يحدده البنك المركزي، أو أن يقدر أيضاً بعض المجالات التي ينبغي تجنب الاستثمار فيها من قبل المصارف التجارية، أو تعيين الحد الأقصى لبعض أنواع هذه القروض.

كما يقوم البنك المركزي بتحديد الحد الأعلى لأسعار الفائدة على الودائع التي لا يمكن بموجبها للمصارف التجارية تجاوزها، ويكون مثل هذا الإجراء مرتبطاً بطبيعة الوضع الاقتصادي السائد، فيما إذا كان يعاني من الكساد أو التضخم، لهذا فإن استخدام البنك المركزي وسائل الرقابة الكمية والنوعية تكون متمثلة في التقيد، أو التوسع في حجم الائتمان المصرفي ووجهته الموجه إليها، وبما يتناسب مع وتحسين الوضع الاقتصادي، ورفع معدلات نمو الناتج القومي للبلد.

ثالثاً: الرقابة المباشرة على الائتمان: Direct Control on Credit

ويقصد بالنوع الثالث من أنواع الرقابة التي يقوم بها البنك المركزي المتمثلة في رقابته المباشرة، فرض تأثيره الأدبي في الجهاز المصرفي بهدف تعزيز وسائل رقابته الكمية والنوعية، كما يمكن أن تكون رقابته المباشرة، بديلاً لرقابته الكمية والنوعية، إذا تعذر عليه استخدام أدوات الرقابيتين الكمية والنوعية بصورة فاعلة.

وتنحصر أهمية تأثير البنك المركزي في المصارف التجارية في إمكانية إقناعها بسياسته المنسجمة مع أهداف السياسة الاقتصادية العامة للدولة، متبعاً بذلك أسلوب التوجيه والنصح، وإبداء الرأي والمشورة، وبعد ذلك يمكن أن يعمد إلى إصدار التعليمات والتشريعات القانونية التي تمكنه من تنفيذ سياسته من خلال التزام المصارف التجارية بها،

وتنفيذها مثل تحديده لنسبة الاحتياطي النقـدي لإجمـالي رأس المـال، وإجمـالي الأصـول للمصارف التجارية، أو تحديـده إلى الحـد الأقصـى لمعـدل الزيـادة في قـروض المصـارف التجارية، واستثماراتها في فترة زمنية معينة.

وتعد تلك من أهم أدوات الرقابة المباشرة على الائتمان المصرفي من حيث فاعليتها في التأثير في النشاط الائتماني والمصرفي، وخاصة في البلدان النامية، ويعود سـبب فاعليـة التأثير في المصارف التجارية، إلى المكانة المصرفية والنقدية التي يحتلها البنك المركـزي تجـاه مؤسسات الجهاز المصرفي في كونه بنك البنوك، والملجأ الأخـير للإقـراض، كـذلك كونـه بنك الحكومة ومستشارها المالي، لهذا فإن المصارف التجارية تأخـذ توجيهاتـه توضـيحاته وتعليماته بنظر الاعتبار في معظم الأحيان.

وفي ضوء ما تقدم يتضح أن البنك المركزي يعمد إلى إتباع أكثـر مـن وسـيلة سـواء أكانت كمية أو نوعية، أو مباشرة بهدف تحقيق أغراض سياسته النقدية، التي تمثل أهـدافاً أساسية تضعها الدولة في حساباتها لتحسين وتطوير الوضع الاقتصادي، واضـعة في نظـر الاعتبار تناسق وتلائم أهداف السياسة الماليـة، لأن تعـارض السياسـتين النقديـة والماليـة خصوصاً سيترتب عليه فشل الجهود المبذولة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصـادية العامـة للدولة عموماً، وأهداف السياستين النقدية والمالية خصوصاً.

الفصل الثاني

البورصات ومؤسسات التمويل

الدولية والإقليمية

بورصات الأوراق المالية:

وجود بورصـات الأوراق الماليـة في أي بلـد، يعتـبر المـرآة الـتي تعكـس الوجـه الحضاري الحديث لاقتصـاديات الدولـة وتقـدمها، فالبورصـة تعـد مـن أهـم أجهـزة أو مكونات الأسواق المالية. فهي تهدف إلى تامين السيولة، وتجميـع المـدخرات للإسـهام في عمليات الاسـتثمار والتنميـة.وقـد ارتـبط تطـور البورصـات أو أسـواق الأوراق الماليـة بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، وقـد ترتـب علـى ذلـك إصدار المزيد من الأوراق المالية أيضاً تم استخدام أنواع جديدة منها.

لقد تم تقسيم هذه الوحدة إلى أربعة أقسام رئيسة، في قسمها الأول سنجد أدوات سوق رأس المال المتمثلة في الأسهم والسـندات والأوراق الماليـة القابلـة للتحويـل و أي أدوات أخرى مستحدثة.القسم الثاني يهتم بالبوصات العالمية تاريخهـا ونشـأتها، وتحديـد أنواعها في الدول المختلفة، ووظائف هذه البورصات ومكوناتها.أما القسـم الثالـث فهـو مؤسسات التمويل الدولية منها صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي، أما القسم الرابـع والأخير فهو يخص مؤسسات التمويل الإقليمية مثل صندوق النقد العربي.

١ . أدوات سوق رأس المال

تعتبر الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها منشآت الأعمال خاصة الأسهم Stocks، والسندات Bonds، هي السلعة الرئيسة التي يتم تداولها في أسواق رأس المال أو البورصات.

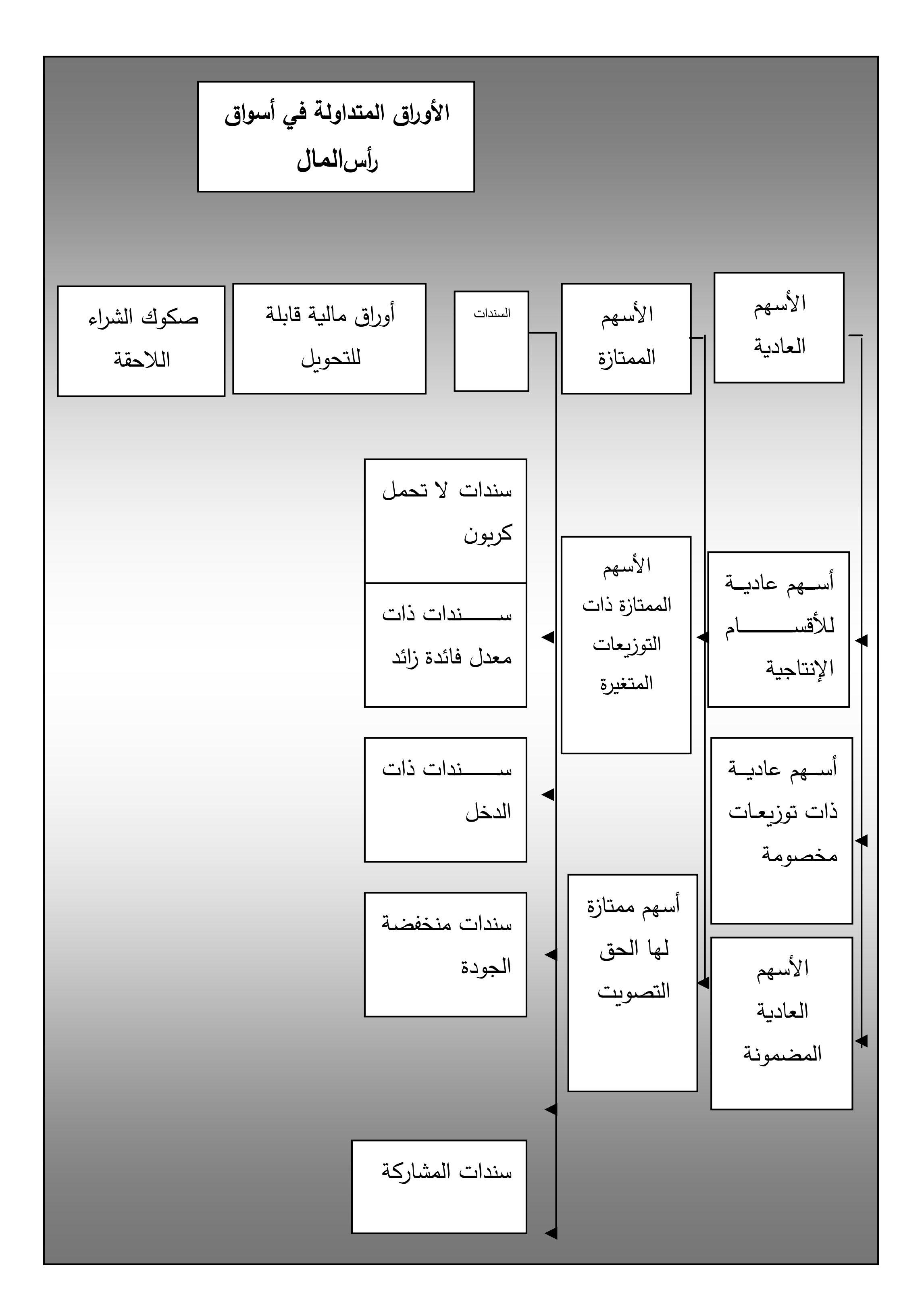
ويمكن تصنيف الأزرق المالية بعدة طرق. فيمكن تصنيفها من حيـث ماهيتهـا إلى أوراق مالية، تمثل حق ملكية، وهي الأسـهم العاديـة وأوراق ماليـة تمثـل مديونيـة وهـي

السندات. أما الأسهم الممتازة، فتعتبر خليط من الأسهم العادية والسندات. وإن كانت تصنف ضمن أوراق أموال الملكية.

وكذلك يمكن تصنيف الأوراق المالية من حيث تاريخ استحقاقها إلى أوراق مالية قصيرة الأجل، وأوراق مالية متوسطة الأجل، وأوراق مالية طويلة الأجل. وهناك تصنيف ثالث للأوراق المالية وذلك على أساس سوق رأس المال Financial Market الذي تتداول فيه. حيث إن أسواق المال تنقسم إلى أسواق رأس المال Capital Markets، وأسواق النقود Money Markets، وكما سبق وأن ذكرنا فإن أسواق رأس المال تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم وسندات)، على أن يتم تسليمها فور إتمام الصفقة، وذلك إذا كانت هذه الأسواق حاضرة، أو أن يتم التسليم من خلال عقود و اتفاقيات، يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، وذلك في حالة أسواق رأس المال الآجلة (أو ما يطلق عليها أسواق عقود المستقبل).

أما أسواق النقد Money Market، فهي التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية. وكذلك من خلال الجهات الحكومية بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة.

وفيما يلي تتناول بالشرح لأهم هذه الأوراق المتداولة في البورصة، والتي تتمثل في الأسهم العادية والأسهم والممتازة والسندات وغيرها، مع عرض للاتجاهات الجديدة لهذه الأوراق المالية والمستنبطة من كل نوع منها، والشكل التالي رقم(١) يوضح هذه الأنواع.


الأوراق المتداولة في أسواق رأس المال
الأسهم العادية
الأسهم الممتازة
السندات
أوراق مالية قابلة للتحويل
صكوك الشراء اللاحقة
أسهم عادية للأقسام الإنتاجية
أسهم عادية ذات توزيعات مخصومة
الأسهم العادية المضمونة
الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة
أسهم ممتازة لها الحق التصويت
سندات لا تحمل كربون
سندات ذات معدل فائدة زائد
سندات ذات الدخل
سندات منخفضة الجودة
سندات المشاركة

١,١ الأسهم العادية Common Stock

السهم العادي صك ملكية وله ثلاث قيم، قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، القيمة الاسمية تتمل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس. والقيمة الدفترية تعادل قيمة حقوق الملكية (الاحتياطات، الأرباح المحتجزة، الأسهم العادية) مقسوما على عدد الأسهم العادية المصدرة. أما القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو اقل من القيمة الاسمية أو الدفترية.

والقيمة السوقية للسهم، تعتبر هي التقييم الحقيقي للسهم العادي، وهي تتوقف على العائد المتوقع تولده نتيجة الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يحصل عليها المستثمر.

وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم Stock splits الذي يعطي المستثمر الحق في الحصول على جزء من سهم كامل، وربما أكثر من ذلك على كل سهم يملكه، وهو ما يترتب عليه زيادة الأسهم المتداولة. وعادة عملية استحقاق الأسهم لا يترتب عليها أي أثر على القوة الإيرادية للمنشأة، غير أن الهدف من هذه العملية، زيادة الطلب على أسهم الشركة وزيادة قاعدة الملكية.

- ولا يجوز لحامل السهم العادي، الرجوع على المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته، وإذا أراد التخلص من السهم ليس أمامه سوى عرضه للبيع في سوق رأس المال.
- وفي حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القسمة التي دفعها لشراء السهم. بل قد لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق.
- وليس من حق حامل السهم العادي المطالبة بنصيبه من الأرباح إذا لم تحقق الشركة أرباحاً وتقرر توزيعها، إلى جانب ذلك نجد أن صاحب السهم العادي له حق نقل ملكيته بالبيع أو التنازل أو بأي طريقة أخرى... وأيضاً له الحق في التصويت في الجمعية العمومية إلى جانب ذلك فمسئوليته محدودة بحصته في رأس المال.

أنواع جديدة من الأسهم العادية:

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية التي سبق الإشارة إليها ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعٌ عديدة، في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية والأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة والأسهم العادية المضمونة القيمة.

أولا : الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

الأصل أن يكون للمنشاة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشاة ككل ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة وعلى الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجيد من الأسهم إلى أنه خلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين.

ثانيا : الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:

والأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة. وفي الثمانيات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للمنشآت التي تبيع حصة من أسهما العادية للعاملين بها – في ظل خطة معينة، لمشاركتهم في ملكية المنشاة– لخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة. كما نص على إعفاء المؤسسة العمالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين – المخصص لتمويل شراء الأسهم – من دفع ضريبة على ٥٠٪ من الفوائد التي تحصل عليها.

كيفية تمويل شراء هذه الأسهم:

بموجب خطة لمشاركة العاملين في ملكية الشركة، تقوم وحدة تنظيم متخصصة –نيابة عن العاملين– بالحصول على قرض طويل الأجل بهدف استخدام حصيلته لتمويل شراء جزء من الأسهم العادية، أي حصة في رأس مال الشركة التي يعملون فيها، ويتم سداد القرض وفوائده من التوزيعات التي تتولد عن الأسهم المشتراة، كما يتم سداد القرض

وفوائده من مساهمة مالية إضافية، تقدمها المنشاة الـتي أصـدرت هـذه الأسـهم علـى أن تخصم قيمتها من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

أهم العوامل المساعدة لنجاح خطة المشاركة:

- إن الخصم الضريبي الذي يستفيد به المقرض، يجعله في موقـف يسـمح لـه بتخفـيض معدل الفائدة على القرض. وهو ما يعني بالتبعية تخفيض تكلفة شراء السهم.
- إن خصم قيمة التوزيعات قبل حساب الضريبة، يعد دافعاً قوياً لقيـام المنشـاة المعنيـة بتقديم مساهمتها الإضافية لزيادة حصيلة الموارد المستخدمة في شراء الأسهم، ويمكن تقديم بعض الأصول كضمان للحصول على القرض.

ثالثا: الأسهم العادية المضمونة:

الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في إرجاعـه إلى المنشـاة الـتي أصـدرته وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٨٤م لأول مرة أسهمٌ عادية، تعطـي لحاملـها الحـق في مطالبـة المنشـأة بـالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، وفي هذه الحالة فإنه:

- يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في القيمة السوقية للسهم.
- مخاطر التعرض لخسائر تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى الأقل من المستوى المحدد للتعويض. وعندئذ لن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بـين سـعر الشـراء وبين السعر الأدنى للقيمة السوقية، الذي تضمنه المنشـأة، أمـا إذا تجـاوز الانخفـاض الحد المشار إليه فلن يتعرض المستثمر لأي خسارة، وباختصار لا يوجد حـد أقصـى للأرباح أما الخسائر فمحدودة.

كيفية التعويض للمستثمر:

- **إصدار أسهم عادية إضافية**

ويتوقف نصيب كل مستثمر على عدد الأسهم التي سبق أن اشتراها، وعلـى مقـدار الانخفاض في القيمة السوقية للسهم. وهذا الإجراء ينطوي على عدة مشاكل:

أ. يؤدي إلى زيادة ثروة الملاك الجدد على حساب الملاك القدامى، حيث إن انخفاض القيمة السوقية للسهم تقع على عاتق جميع المساهمين، في حين أن الملاك الجدد فقط هم الذين يتم تعويضهم في صورة أسهم مجانية، بما يعني زيادة حصتهم في رأس المال.

ب. هناك حد أقصى لعدد الأسهم المصرح للمنشاة بإصدارها، وذلك بموجب عقد التأسيس، مما يؤدي إلى احتمال حدوث تصفية المنشأة، وذلك في حالة تعويض الانخفاض بإصدار أسهم عادية جديدة تتجاوز العدد المنصوص عليه، وهذا غير جائز ويصبح احتمال التصفية أحد الحلول البديلة.

- **دفع التعويض في صورة نقدية**

لتخفيف حدة الانتقادات التي قد توجه إلى عملية إصدار أسهم عادية جديدة للتعويض، فأنه يتم النص على أن من حق المنشاة دفع التعويض في صورة نقدية. وإن كان التعويض النقدي لا يخلو من عيوب، فالتعويض النقدي قد ينتهي بالمنشاة إلى التصفية، وذلك إذا لم تتوافر لديها النقدية الكافية لتغطية التعويض المطلوب، وكذلك التعويض من خلال أوراق مالية أو تجارية قصيرة الأجل، يعتبر مديونية قصيرة الأجل تعرض المنشأة لمخاطر الإفلاس في حالة فشلها في تدبير الأموال اللازمة لخدمة الدين خلال الأجل القصير.

- **التعويض بإصدار أسهم ممتازة**

التعويض بإصدار أسهم ممتازة من شأنه أن يجنب المنشأة التعرض لمخاطر التصفية، وهو ما يعني انخفاض حجم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مشترو السهم، وانخفاض المخاطر يعني إمكانية بيع السهم بسعر مرتفع، مما يعني ارتفاع حصيلة بيع الإصدار وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية، ومع ذلك فإن التعويض بالأسهم الممتازة له بعض المشاكل كما يلي:

أ. لحملة الأسهم الممتازة الأولوية على حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس.

ب. القيمة الاسمية للسهم لا بدء إن تساوي القيمة الاسمية للسهم العادي.

ج. لحامل هذه الأسهم الحق في الحصول على توزيعات تعادل تماما ما يحصل عليه حامل السهم العادي.

د. لحاملها حق التصويت في الجمعية العمومية.

وبذلك فإن مقدرات الشركة وقراراتها تنتقل إلى الملاك الجدد، إذا بلغ ما يمتلكونه من أسهم ممتازة لها حق التصويت، وأسهم عادية يفوق ما يمتلكه الملاك القدامى.

ومن مميزات إصدارت الأسهم العادية المضمونة:

١. كفالة الحماية لبنوك الاستثمار.

٢. ضمان التصريف الكامل للإصدار.

٣. تعتبر بديلاً مرغوباً للسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، وخصوصاً في المنشآت الصغيرة التي ترغب في توفير الحد الأدنى من صافي الربح اللازم، لتسجيل أسهمها في البورصة، وكذلك المنشآت التي تهدف إلى الفوز بعقود حكومية.

وجدير بالذكر أن إصدار أسهم عادية مضمونة في سوق المال المصري قد يشجع المستثمر الذي يتجنب الخطر على توجيه مدخراته إلى هذا النوع، مما يترتب عليه مزيدٌ من توفير الموارد المالية اللازمة لمنشآت الأعمال، أيضا قد تساعد الأسهم العادية المخصومة في تحويل أو نقل ملكية القطاع العام إلى العاملين.

٢,١ الأسهم الممتازة Preferred Stock

يمثل السهم الممتاز سند ملكية، وله قيمة اسمية ودفترية وسوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة، كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. والسهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق، ولكن من الممكن أن ينص في العقد استدعائه في توقيت لاحق. وحامل السهم الممتاز له الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، وله الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم. أما أذا لم تحقق المنشأة أرباحاً في سنة معينة، أو حققت أرباحاً فأنه لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة، ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات.

مزايا التمويل بالأسهم الممتازة:

١. المنشاة ليست ملزمة قانونياً بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها أرباح.
٢. التوزيعات محددة بمقدار معين.
٣. لايحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت، وبالتالي لا يحق لهم التدخل في الإدارة.
٤. إصدار الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة. وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية.

عيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

١. ارتفاع تكلفتها نسبياً، فتكلفة التمويل بالأسهم يفوق التمويل بالاقتراض، لأن توزيعات الأسهم الممتازة –على عكس الفوائد– لا تخصم من وعاء الضريبة، وبالتالي لا يتحقق عنها وفر ضريبي.
٢. حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضون، وبالتالي يطلبون عائداً أعلى.

اتجاهات جديدة في الأسهم الممتازة:

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية، هناك الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة، والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.

- **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:**

الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة، وتتحدد بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم، وظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة١٩٨٢م لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية، هي سندات الخزانة، على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ٣ شهور بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم، عادة ما ينص على ألا تقل نسبة التوزيعات عن ٧,٥٪ من القيمة الاسمية للسهم.

- **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:**

هي الأسهم الممتازة التي تعطى كتعويض لحملة الأسهم العادية على انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، وقد سبق الإشارة إليها عند مناقشة الأسهم العادية المضمونة.

٣,١ السندات Bonds

السندات هي التي تصدرها منشآت الأعمال، وتعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشاة والمستثمر. وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول (المنشأة)، والتي تتعهد بدورها برد المبالغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة.

والسند قد يكون لحامله، وبذلك يكون ورقة مالية قابلة للتداول أو البيع، أو الشراء، أو التنازل، وقد يكون اسمي.

اتجاهات جديدة في السندات:

- **سندات لا تحمل معدل كوبون**

تباع بخصم على القيمة الاسمية، على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق. كما يكمن بيعها في السوق بالسعر السائد، إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

- **سندات ذات معدل فائدة متحركة**

وهي نوع استحدث في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات. وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات، ويعاد النظر فيه كل ستة أشهر، بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق، والجدير بالذكر أن الهيئة العامة لسوق المال في مصر اتاحت للشركات إصدار صكوك تمويل ذات عائد متغير.

- **السندات ذات الدخل:** Income Bonds

لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحاً. ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تحقق فيها أرباح من أرباح سنة لاحقة.

- **السندات الرديئة (متواضعة الجودة)** Junk Bonds

استحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها. وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانبا كبيراً من أسهمها المتداولة في السوق. وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكلٍ يجعل الاستثمار محفوفاً بقدر كبير من المخاطر، وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفعاً ليعوض تلك المخاطر.

- **سندات المشاركة:**

تعطي المستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية، بل وفي جزء من أرباح المنظمة.

٤,١ الأوراق المالية القابلة للتحويل Convertible Securities

وتتمثل هذه الأوراق في السندات والأسهم الممتازة التي تصدرها الشركة، وتعطي الحق لحاملها اختياريا لتحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية. وإضافة هذا الحق عند إصدار هذه الأوراق يشجع المستثمرين على الاكتتاب فيها، وخاصة المستثمر الذي يتجنب المخاطر، فهذه الأوراق تحقق له ميزتين أساسيتين:

الأولى: الحصول على معدل عائد ثابت بمجرد شرائه لهذه الأوراق (معدل الفائدة على السندات أو قيمة الكوبون كعائد على السهم الممتاز).

الثانية: التمتع بالمشاركة في نمو وازدهار الشركة في المستقبل عن طريق حقه في تحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية في أي وقت يختاره.

ومقابل هذه الميزات فإن الشركة عادة ما تبيع هذه الأدوات بقيمة أعلى من مثيلاتها التي لا تتمتع بهذا الحق.

لكن كيف تتم عملية التحويل؟

يحدث التحويل على أسس معدل التحويل، وسعر تحويل معين، فسعر التحويل يعني السعر المعطى للأسهم العادية لغرض التحويل، أما معدل التحويل فيمثل عدد الأسهم العادية التي يمتلكها حامل الورقة المالية عند تحويلها ويحسب هذا المعدل كالآتي:

$$\text{معدل التحويل} = \frac{\text{القيمة الاسمية للورقه القابلة للتحويل}}{\text{سعر التحويل}}$$

وتختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل، فقيمة التحويل هي:

معدل التحويل × القيمة السوقية للسهم العادي وقت تحويل هذه الورقة.

ويمكن توضيح هذه المفاهيم من خلال بعض الأمثلة:

بفرض أن الشركة أصدرت سندات قابلة للتحويل بقيمة ١٠٠٠ جنيه، ومعدل عائد ٩٪ وكان سعر التحويل مبلغ٤٠ جنيه، أما قيمة السهم العادي السوقية وقت الإصدار فقط كانت ٤٥ جنيه.

إذن في حالة شراء المستثمر لهذه الورقة، فأنه يتمتع بمعدل عائد مضمون وثابت يمثل ٩٪، ويفترض أن توقعاته بالنسبة لمستقبل هذه الشركة غير مؤكد، فهناك احتمالان:

الأول: احتمال ارتفاع سعر السهم العادي في السوق وما يتبع ذلك من تحقيق توزيعات كبيرة، بالطبع يفوق معدلها عائد ٩٪، في هذه الحالة يمكن للمستثمر تحويل هذه الورقة إلى أسهم عادية، ويصبح معدل التحويل كالآتي:

$$\frac{١٠٠٠}{٤٠} = \text{٢٥ سهم عادي}$$

أما قيمة التحويل = معدل التحويل × سعر السهم السوقي

٢٥ × ٤٥ = ١١٢٥ جنيه

أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم العادي ٤٠ جنيهاً فأن قيمة التحويل تصبح ٢٥×٤٠=٩٥٠ جنيهاً وبالطبع لا يفضل التحويل في هذه الحالة، طالما أن قيم الأسهم العادية المتحصلة من عملية التحويل، أقل من قيمة السندات القابلة للتحويل.

الثاني: هو احتمال ظهور بوادر تشير إلى تعثر الشركة، في هذه الحالة لا يقوم بعملية التحويل وذلك للحفاظ على حقوقه المادية، لأنه له الأولوية في سداد مستحقاته وأيضاً أولوية في موجودات الشركة في حالة التصفية.

وإذا كانت هذه الأوراق تحقق مزايا للمستثمر، فهي أيضا تحقق مزايا للشركة، لأن من حقها استدعاء هذه الأوراق، وتحفيز المستثمر على عملية التحويل، وبذلك تتخلص من الالتزام بدفع أعباء مالية ثابتة (مقابل الفائدة أو قيمة الكوبون)، ولكي تحفز المستثمر على التحويل لتعرض سعر استدعاء أقل من القيمة السوقية للأوراق القابلة للتحويل، ومن ثم يجد المستثمر أنه من الأفضل له القيام بالتحويل بدلاً من إرجاع الورقة للشركة مقابل عائد منخفض.

- **صكوك الشراء اللاحقة:** Warrants

وهي أحدي الوسائل التي تلجأ إليها الشركة لتحفيز المدخرين للاستثمار في الأسهم العادية. وهي عبارة عن صك يقوم المستثمر بشرائه، وهذا الصك يكفل له الشراء بعدد محدد من أسهم الشركة في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقاً بغض النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذ هذه العملية. وهذه الصكوك توفر الأمان والحماية للمستثمر ضد مخاطر تغيير الأسعار.

٥,١ أدوات أخرى مستحدثة

وهذه الأدوات انتشرت في الآونة الأخيرة وأخذت أشكالاً متعددة، وكان الغرض منها أساسا حماية المستثمر ضد مخاطر التغيير في السعر، ومن أبرز هذه الأدوات عقود الاختيار، عقود المستقبل، عقود المبادلة. ويتم تناول هذه الأدوات عادة في كتب متخصصة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية.

إن وجود هذه الأوراق المالية المتنوعة، وما تتصف به من إمكانية التداول، أوجب وجود أسواق لإصدار وتداول هذه الأوراق، فكيف نشأت هذه الأسواق؟

٢. البورصات

١,٢ نبذة تاريخية واقتصادية لنشأة البورصات

أن انتشار الشركات المساهمة، وإقبال الحكومات على الاقتراض، خلقت حركة قوية للتعامل مع الصكوك المالية، وأدى هذا إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بالصكوك في مبدأ الأمر يتم على قارعة الطريق في الدول الكبرى، كفرنسا

وإنجلترا وأمريكا. ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة، والتي تسمى الآن بورصات الأوراق المالية. ففي فرنسا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام ١٧٢٤م بموجب أمر ملكي، وفي إنجلترا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع في مبنى خاص أُطلق عليه Royal Exchange أيضا في أمريكا تم إنشاء أول بورصة عام ١٨٢١م وفي نفس الشارع الذي كانت تتم فيه المعاملات وهو وول ستريت.

٢ , ٢ أسواق الأوراق المالية الدولية (أو البورصات الدولية)

إن مصطلح البورصات الدولية يطلق عليه عادة بورصات الدول الصناعية المتقدمة، وبورصات الدول الصناعية الجديد Emerging Markets ويمكن تقسيم هذه الدول طبقا للمعيار الجغرافي إلى:

- البورصات الأمريكية
- البورصات الأوروبية
- البورصات الاسيوية

ونعرض لكل منهما على صورة مختصرة كالآتي:

البورصات الأمريكية:

تحتل الولايات المتحدة المركز الأول من حيث التقدم في أسواق رأس المال، حيث يوجد اكبر عدد من الشركات المسجلة قي قوائم الأسعار بالبورصة، ويشهد على ذلك ما هو موجود في وول ستريت American Stock Exchange ومجلس شيكاجو للتجارة Chicago Board Trade وتتميز أسواق المال الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة، حيث يتم التعامل في عقود المستقبليات، والخيارات التي خرجت إلى النور في بداية السبعينات.

في نيويورك تشهد كذلك أهمية كبيرة للأسواق المعروفة بخارج المقصورة -Over The Counter، والتي تشتهر بدور بارز في تطوير رأس مال المخاطرة Venture Capital، وهي شركات مالية مكونة من أفراد تخاطر برؤوس أموالها في تمويل

مشروعات صغيرة، تقدم أفكارا جريئة. وقد كان لها دورٌ مشهور خاصة في مجال تأسيس شركات الكمبيوتر، وقد كان أبرزها على سبيل المثال شركة APPL، وأيضاً NASDAQ(National Association) of Dealers، والتي تتناول بالتعامل الإلكتروني قرابة ١٣٠٠ شركة خارج المقصورة، أما أشهر الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصات الأمريكية، نجد أمريكان إكسبريس، تي تي، تشيس مانهاتن، كوداك أي بي إم، زيروكس، جلييت، كريسلر.... إلخ.

البورصات الأسيوية:

في آسيا تحتل كل من بورصتي طوكيو وهونج كونج المكان الأول بين البورصات الأسيوية. أما بورصة طوكيو ابلتي تسمى"كلبوتو-شو"، فتتجاوز قيمة رسملة تعاملاتها حجم البورصات الأوروبية مجتمعة. وقد شهدت بورصة طوكيو إرتفاعا مستمرا سريعا منذ بداية السبعينات، وهوما صاحب الأداء المرتفع للشركات اليابانية، ومن ثم انخفض معدل التضخم، وظهر فائض في الميزان التجاري، ترتب على ذلك مغالاة في الأسعار بالبورصة مما أدى إلى إضراب بسيط في أبريل ١٩٩٠(٥٣٪)، ما لبس أن تبعه انهيار آخر مع حرب الخليج (٤٣٪).

أما بورصة هونج كونج، فإن مستقبلها مرتبط في الواقع بالعلاقة الصينية البريطانية فيما يتعلق بالشكل القانوني لهونج كونج، وبصفة عامة فإن بورصتي طوكيووهونج كونج تعدان من البورصات الديناميكية.

بجانب هاتين البورصتين في آسيا يشهد العالم ظهور بورصات جديدة لاتقل ديناميكية عنها، خاصة في ماليزيا، والصين،والهند، والفلبين، وكوريا، وباكستان، وتركيا.

البورصات الأوروبية :

- **لندن**

تحتل لندن السوق الأولى من ناحية عدد الخطوط المقيدة بالبورصة، من حيث قيمة رسملة التعامل، وحجم المبيعات. وتعود أهمية بورصة لندن إلى تاريخ اقتصادي حافل، هو تاريخ إنجلترا التي كانت القوى التجارية والصناعية العظمى حتى نهاية القرن

التاسع عشر، تاريخ تبعه سوق مالي كان قادراً على مواجهة متطلبات مشروعات تلك القوى العظمى.

ويمكن القول أن التاريخ الحديث لبورصة لندن قد برز عام١٩٨٦م، مما أطلق عليه ثورة خلق العالم Big bang فمنذ هذا التاريخ، وفي مواجهة منافسة شرسة من وول ستريت وطوكيو، أخذت لندن في تحرير سوق المال، خاصة في مجال التشريع والقيود المفروضة على الممارسين، واستخدام نظام تكنولوجي متقدم للتسعير في البورصة.

وفي بورصة لندن يجب الإشارة إلى سوق هام يعرف باسم United Securities Market(U.S.M)، حيث يتم في هذا السوق تمويل الشركات المتوسطة الحجم، ويعد بمثابة السوق الثانوي، أضف إلى ذلك أن لندن تمثل أكبر سوق أوروبي للعقود الأجلة، والمعروفة باسم Liffe أو London International Future Financial Exchange

البورصات الفرنسية:

تتم العمليات على الأوراق المالية في بورصة باريس عن طريق الشركات أعضاء البورصة، التي يطلق عليها اسم Societies de bourse، وفي السوق الفرنسي يمكن نشر الأوراق المالية في بورصة واحدة فقط، ضمن سبع بورصات تنتشر في المدن الرئيسة لفرنسا (باريس، وبوردو، وليل، وليون، ومارسيليا، ونانسي، ونانت)، هذه البورصات السبع تمثل معا نظأما متكاملا يخضع لنفس السلطات، ولنفس قواعد النشرListing، ويتم المتاجرة فيها تحت نظام الكتروني مركزي يعرف باسم CAC، يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في كل الأوراق المالية في فرنسا.

وابتداءً من ١٩٨٧م حدث تطور جوهري في هيكل الوسطاء والهيئات المالية قامت على أساسه اربعة تنظيمات تمثل الإطار العام للسوق:

- شركات البورصات (السماسرة والمتعاملون).
- مجلس بورصات الأوراق المالية (يمثل السلطة المشرفة على السوق).
- شركة البورصة الفرنسية، (وتقوم بتنفيذ قرارات مجلس البورصات، عمليات المقاصة بين أعضاء البورصة).

- هيئة عمليات البورصة، ومهمتها الرقابة على المعلومات المنشورة، وحماية المستثمرين ومراقبة صحة العمليات.

البورصة الألمانية:

تتميزأسواق المال الألمانية بصغر حجمها، مقارنة باقتصاديات ألمانيا الضخمة وباحتياجات مشروعاتها. كما أن تلك الأسواق تكاد تكون محتكرة على المصارف. غير أن احتمال اختيار "فرانكفورت" لإنشاء أول مصرف مركزي أوربي (طبقا لمعاهدة ماستريخت) – وهو احتمال قوي- قد يجعل منها رائداً أوربياً في مجال أسواق المال.

امستردام:

في أمستردام، ظهر أول سوق أوربي لعقود الخيارات European Option Exchange، وقد شهدت بورصة امستردام تطورات عديدة جعلها سوقاً مرغوبة للمستثمرين الأجانب.

البورصات الأوروبية الاخري:

وهذه البورصات صغيرة، وتوجد في ستوكهولم. أوسلو. وهلسنكي، ويتمركز حجم أعمالها حول عدد محدد من الشركات الكبرى، تتاثر كثيراً بالأحداث السياسية والاقتصادية.

بالإضافة إلى تلك البورصات الصغيرة هناك بورصات ديناميكية توجد في سويسرا (زيورخ وجنيف)، وفي ايطاليا (ميلانو) حيث تنميز بورصتها بالتقلبات الشديدة.

أخيرا، فإن بورصة مدريد تعد من البورصات النامية في أوروبا، وقد تطورت كثيراً مع دخول اسبانيا السوق الأوربية المشتركة.

والجدول التالي (٤-١) يوضح قيمة الرسملة لأسواق الأوراق المالية الدولية الكبرى، وذلك في نهاية ١٩٩٢م لاظهار مدى دورها وإسهامها في التنمية الاقتصادية، وأنها تعكس تطور هذه المجتمعات.

ولكن لماذا البورصات بالذات؟ هل تعتبر مؤشراً للوجه الحضاري لاقتصاديات الدول وتقدمها.بورصات الأسواق المالية هي أسواق لتداول الأوراق المالية (أسهم-

سـندات...) الـتي تصـدرها الشـركات، أو خـلال مجموعـة السماسـرة أو منـدوبيهم، أو الوسطاء حيث يتم التعامل بالبيع والشراء على الأوراق. في سـاعات محـددة، فالبورصـة هي سوق مالي، وتعد من أهم أجهزة الأسواق المالية.

جدول رقم (٤-١)

رسملة البورصات الدولية في ٢١/ ١٢/ ١٩٩٢م

الدولة	رسملة البورصة بمليارات الدولارات
الولايات المتحدة	٤٥٥٠
اليابان	٢٢٣٥
انجلترا	٨٩٠
ألمانيا	٣٦٠
فرنسا	٣٥٤
كندا	٢٢٩
هونج كونج	١٥٧
هولندا	١٢٦
المكسيك	١٢٠
أستراليا	١٢٠
إيطاليا	١٠٦
كوريا	١٠٣
تايوان	٩٢
أسبانيا	٨٦
السويد	٧٤
ماليزيا	٧١
بلجيكا	٦٨
سنغافور	٥١
تايلاند	٤٤
الدانمارك	٣٧

وتهدف البورصات إلى تامين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية، فتمد المشروعات بالموارد المالية للاستثمار في النشاط الإنتاجي أو إضافة وحدات إنتاجية جديدة، وعن طريق البورصات أيضاً تتمكن الدولة من سد احتياجاتها المالية اللازمة للقيام باعبائها المتزايدة، ولتمويل أهداف التنمية، وذلك بإصدار سندات طويلة الأجل وأيضاً الأذونات التي تصدرها الدولة على الخزانة العامة بالقروض قصيرة الأجل.

والبورصة سوق مثالي، تتحقق فيه المنافسة الحرة، وتتحدد فيه الأسعار وفقاً لقانون العرض والطلب.

وتلعب البنوك دوراً متعدد الجوانب في عمليات البورصة فهي توفر الخدمات لأطراف التعامل في البورصة، وهم الجهات المصدرة للأوراق المالية عن طريق تمكينهم من الإصدار خلالها، وأفراد الجمهور الذين يطلبون من البنوك – باعتبارهم عملاء لها– تنفيذ أوامر البيع والشراء، أومجرد المشورة الفنية التي تمتد إلى إدارة محافظ أوراقهم المالية، وتقوم البنوك بتسهيل التعامل في البورصة عن طريق تقديم التسهيلات اللازمة لأطراف التعامل، وفوق ذلك فإن وجود البورصة يمكّن البنوك من توظيف أموالها بالإضافة إلى ما تمثله من وعاء كبير في إدارة صناديق الاستثمار.

وحتى تقوم البورصة بهذا الدور المتميز يتطلب الأمر وجود سوق فاعل للأوراق المالية في أي بلد ما. ووجود هذا السوق الفاعل يفترض توافر شروط معينة منها: أن يكون الاقتصاد منتعشاً، ووجود سياسة اقتصادية رشيدة، واستقرار الأوضاع السياسية والاجتماعية والقأنونية وأيضاً الضريبية، ووفرة المدخرات أو الثروات الفردية أو الاجتماعية، ووجود جهاز متكامل من البنوك والمؤسسات المالية التي تستخدم اساليب فنية، فضلاً عن توافر كوادر فنية متخصصة.

هذا ويمكن تلخيص تلك الشروط كما يلي:

١. مناخ استثمار مستمر في إطار توزيع عادل للثروات.

٢. وعي اقتصادي ومالي، وهو الدورالذي تقوم به وسائل الإعلام العامة مثل الصحافة العامة والصحافة المتخصصة في أسواق المال.
٣. نوادي الاستثمار التي تساعد على نشر الوعي الاقتصادي والمالي، وآليات عمل البورصات.
٤. أدوات تقليدية ومستحدثة (أسهم بأنواعها، وسندات بأنواعها، وأخرى قابلة للتحويل... كما سبق أن ذكرنا) خاصة تلك الأدوات التي تناسب ذوي الدخول المحددة.
٥. مكاتب متخصصة في الإدارة الحديثة لمحافظ الأوراق المالية.
٦. الانفتاح على الأسواق الدولية، وهوما يرتبط بتكنولوجيا اتصالات متقدمة من ناحية، مع مواكبة للمخرجات الحديثة في تلك الأسواق من ناحية أخرى.

وجدير بالذكر أيضاً أن قيام أسواق الأوراق المالية يتطلب **توافر شرطين أساسيين هما:**

١. توافر الملكية الخاصة لهذه الأوراق للمستثمرين، سواء كانوا أفراداً طبيعيين أواعتباريين، وهذه الملكية تمثل إما نصيباً في رأس مال المنشأة القائمة، أو في قروض قدموها لهذه المنشأة.
٢. ضمان حرية التصريف في هذه الأوراق المالية بالبيع.

وبدون توافر هذين الشرطين، لا يمكن تصور قيام لبورصات الأوراق المالية.

إذن ماهي وظائف بورصات الأوراق المالية ؟

٣,٢ وظائف أسواق الأوراق المالية

لقد تناول العديد من الكتاب وظائف بورصة الأوراق المالية من أكثر من زاوية، وبالرغم من تعدد وتنوع هذه الوظائف، إلا أنه يمكن تجميعها في وظيفتين أساسيتين، وذلك إلى جانب بعض الوظائف الأخرى التي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له البورصات، وما يستتبع ذلك من الحاجة لتحسين أداء هذه البورصات، وتتلخص هذه الوظائف في الآتي:

• **ضرورة اتاحة سوق مستوردة للأوراق المالية، وذلك لامكان استرداد المستثمر لمدخراته:** فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية، طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها فالتعامل في البورصات يتضمن خلال مقتدرات الأفراد (طبيعيين أو اعتباريين) المستثمرة في شكل أسهم وسندات، والمعروف أن دوافع الادخار لدى **(صفحة ٢٨٨-٢٨٩ ناقصة)**.

مدها بالمعلومات الكافية على اعمالاها التي قد تؤثر مباشرة على قيمة الأسهم، وبذلك يتكمن المتعاملون من تقييم الأوراق المتداولة على أسس معلومة، والتصرف على أساس مدى الأقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي تنخفض أعمال المضاربة التي ليس لها أساس اقتصادي سليم، والتي تحدث نتيجة لجهل العاملين بخصائص ما يتعاملون فيه من أوراق مالية وإلى جانب هذين الوظيفتين **هناك وظائف أخرى تابعة ومكملة للوظائف الرئيسة منها:**

أ. تفادي التقلبات العنيفة للأسعار: إن الطابع المميز للمتعاملين في سوق الأوراق المالية وسرعة الانفعالات لسماع أي خبر وما يترتب عليها من توقعات تحكم تصرفاتهم في عملية التداول، والتي تتوقف على مدى التشاؤم أوالتفاؤل.

والبورصة في هذا المجال، تقوم بدور لكسر حدة هذه التقلبات التي ترجع أساسا للانفعالات، والتي قد تكون خطأً، ويتحقق ذلك بأن يقوم أعضاؤها المتخصصون وعملاؤها المحترفون بتلقي أثر هذه الانفعالات، فيشترون ما يرون بحكم خبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتشاؤم، وكذلك يواجهون أي طلب زائد نتيجة للتفاؤل الذي لا مبرر له، ويساعد ذلك على كسر حدة هذا الارتفاع، أو الهبوط المفاجئ في الأسعار، وبعد أن تستقر الأمور وتهدأ الانفعالات، يعاود المحترفون في البورصة القيام بعمليات عكسية لما سبق القيام به، إلى أن تستقرالأسعار في أوضاعها الطبيعية.

ب. توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر:

وذلك من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية من جانب، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل فيها. فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار

الرسمية بهذه الأوراق كل يوم، مبينة الأوراق التي حدث عليها التعامل، وحركة الأسعار بها وهذا يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على هذه الأنـواع المختلفـة مـن هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشداً عند اختياره للأوراق التي يرغب الاستثمار فيها.

ج. مساعدة المنشآت في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل:

حيث إن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة للمنشآت المقيـدة بالبورصـات في شكل أسهم وسندات يكون أكبر مما لوكانت هذه الأوراق المالية لشركات غـير مقيـدة بالبورصة، لأن قيد هذه الأوراق في البورصة يعتبر نوعا من الاعتراف بقدرة هذه المنشـاة وكفاءتها، بما يخلق درجة معينة من الاطمئنان والثقة في أوضاعها، ويسهل هذا من توجيه المستثمرين لمدخراتهم نحوهذه الأوراق المالية، وبالتالي تحصل المنشأة على ما تحتاجـه مـن أموال لتمويل احتياجاتها طويلة الأجل.

د. تعتبر البورصة مؤشراً للحالة الاقتصادية:

فالبورصة تساعد في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فتعتبر المركز الـذي يتم فيه عملية تجميع التذبـذبات الـتي تحـدث في الكيـان الاقتصـادي وتسـجيله، فحجـم المعاملات ينم عن أهمية الأموال السائلة المتداولة وكذلك فأن الأسعار التي يـتم التعامـل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستنثمرة، بالإضافة إلى ماسبق فأن ما يتخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع أوهبوط الميل لـدى المنـتجين نحـو الإنتـاج، وممـا لاشك فيه أن هذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر للأوراق المالية التي تدر علـيهم الأرباح التي يرغبونها.

مما تقدم يتبين لنا أهمية وجود البورصة، فهـي في الواقـع تـؤدي وظيفـة اقتصـادية عامة لكل المنشآت المصدرة للأوراق المالية، والمستثمرين في تلك الأوراق. إذا إنهـا تجمـع بين البائع والمشتري في مكان واحد يساعد على سهولة تداول الأوراق الماليـة مـن حيـث توفير ركن العلانية بالنسبة للمستثمر عن مركز الشركة المالي، وحالـة الطلـب والعـرض على أي ورقة مالية واتجاه الأسعار، وهذا كله يسـاعد بـدوره علـى جـذب المسـتثمرين، وتوجيه مدخراتهم ووضع خططهم الاستثمارية نحو المنشآت.

وبعد أن تعرفنا على نشأة الأسواق المالية وأهميتها ودورها بالنسبة لتقدم الـدول ووظائفها، لنا أن نتساءل عن مكونات سوق الأوراق المالية أو الإطـار العـام لبورصـات الأوراق المالية.

٤,٢ مكونات أو الاطار العام لبورصات الأوراق المالية

إن العمل داخل البورصات يتم بداية من خـلال قيـام مصـدري الأوراق الماليـة بعرض أوراقهم على المدخرين للاكتتاب بهـا، وتحقيـق هـذا اللقـاء بـين الأوراق الماليـة والمدخرين وهوما يمثل الدورة الماليـة الأولى – يـتم مـن خـلال مايسـمى بالسـوق الأولى أوسوق الإصدارprimary.

يلي ذلك خطوة Hخـرى في قيـام بعـض حـاملي تلـك الأوراق الماليـة ببيـع هـذه الأوراق، سواء لحاجتهم لسيولة نقدية أو لاعـادة اسـتثمارأموالهم في اسـتثمارات بديلـة، وهذا ما يخلق دورة مالية ثأنيـة لـلأوراق الماليـة تعـرف باسـم السـوق الثـانوي أوسـوق التداول Secondary Market.

إذن يمكن القول أن سوق الأوراق المالية يتكون على مرحلتين ومـن ثـم يتكـون من نوعين:

أولاً :السوق الأولى (أو سوق الإصدار)

ويختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشـروعات جديدة، أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيـادة رأس مالهـا، وهـذا يعـني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدارعدد مـن الأوراق الماليـة وطرحهـا للاكتتـاب سواء في اكتتاب عام أوخـاص، وهـذا يعطـي فرصـة لجميـع الأفـراد والهيئـات المختلفـة المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال.

إذن هذه السوق ماهو إلا أداة لتجميع المدخرات، وتقديمها للمشروعات، وتنشـأ لذلك علاقة بين مقدمي الأموال "المكتتبين" وبين تلك المشروعات.

وقد يتم إصدار وتصريف هذه الأوراق مباشرة من حيث تقـوم الجهـة المصـدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين، سواء كانوا أفراداً أومؤسسات ماليـة لكـي يتبـع لهـا

الأسهم والسندات التي أصدرتها وإما أن يتم ذلك بطريق غير مباشرة، وهوقيام مؤسسة متخصصة – عادة مؤسسة مالية- بإصدار هذه الأوراق وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً.

ثانياً: السوق الثانوي(أوسوق التداول)

وتختص هذه السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أوطرحها من قبل، أي بعد توزيعها، سواء مباشرة أوبوساطة أحد المؤسسات المالية المتخصصة يطلق علي هذه السوق بالبورصة. **(صفحة ٢٩٤-٢٩٥ ناقصة).**

٥. أن يوجد٢٠٠٠ على الأقل يملك كل منهم ١٠٠ سهم أو أكثر.

وبالإضافة إلى تلك الشروط الأساسية هناك بعض الشروط الأخرى المكملة هي:

أ/ أن تكون للمنشأة مكانتها على المستوى القومي.

ب/ أن تكون لها مكانتها الجيدة والمستقرة داخل الصناعة التي تنتمي إليها.

ج/ أن تنتمي المنشأة لصناعة لديها فرص التوسع والنمو، أولدها فرص للمحافظة على مركزها في السوق، هذا وإذا ما اتضح بعد فترة من تسجيل المنشاة بالبورصة أن أقبال المستثمرين على أسهمها قد انخفض بشكل ملحوظ، حينئذٍ يجوز لإدارة البورصة إلغاء التسجيل. وبمجرد قبول وتسجيل أسهم المنشأة يصبح لزأما على الشركة أن تقوم بالتالي:

١. الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية بالبورصة.
٢. نشر تقرير ربع سنوي عن أرباحها.
٣. نشر حساباتها الختامية سنوياً.
٤. حظر التعامل في تلك الأسهم على أساس البيع على المكشوف.

أن وجود السوق الثانوي حيث يتم فيه تسجيل الأوراق المالية المتعامل بها، وبرغم الشروط المشددة المطلوبة لقبول تسجيل الأوراق، نجد أن هناك اقبال من الشركات المصدرة للأوراق المالية لقبول هذه الشروط، حيث إن هناك مزايا عديدة تحققها هذه الشركات من وراء هذا التسجيل، فالتسجيل في حد ذاته يعتبر إعلاناً مجانياً عن الشركة مما يترتب عليه أثار ايجابية في تحقيق زيادة في مستوى المبيعات، وما يتريب على ذلك من ارتفاع سعر السهم في السوق، وزيادة قيمة المنشأة.

مما سبق يتضح أن كل من السوق الأولـي والسـوق الثـانوي مرتبطـان معـا ارتباطـاً وثيقاً، فليس من المعقول أن يكون هناك سوقاً للتداول دون أن يكـون هنـاك أصـلاً إصـدارات واسعة من خلال السوق الأولي، وبالمثل لا يمكن أن يكون هناك سوقاً أولياً (إصدار) مالم يكـن هناك سوقا ثانويا متقدما. بل إن السوق الثانوي يعد العمود الفقري للسوق الأولـي. والسـؤال المنطقي لماذا؟

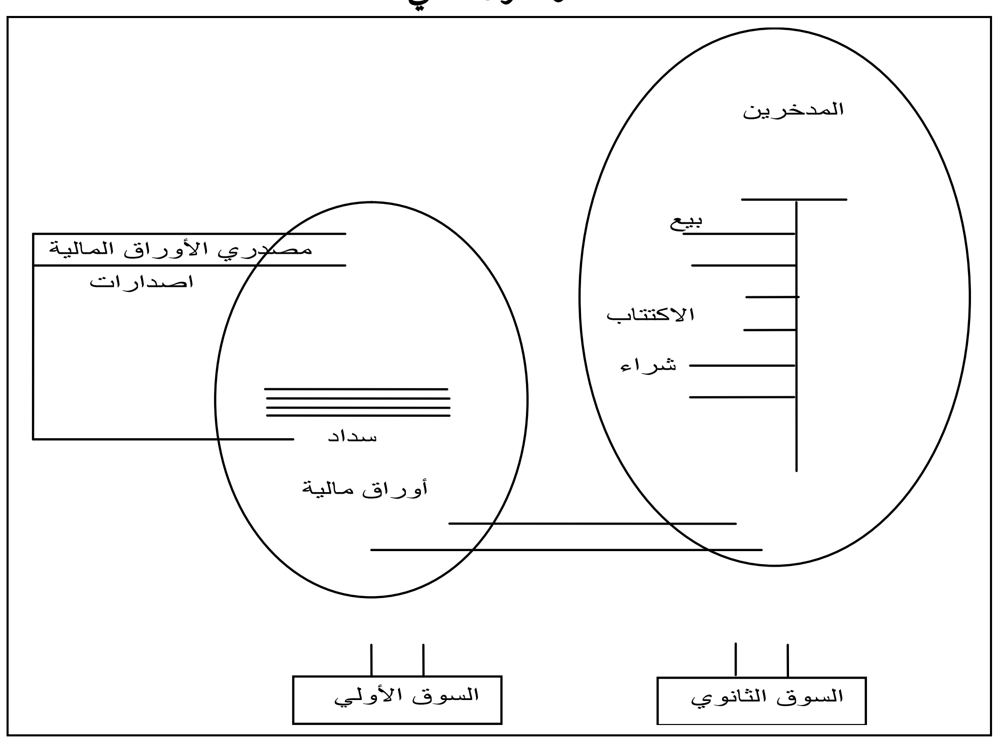
- فهو متاح لعدد اكبر من المدخرين مقارنة بالسوق الأولي، لأن عملية إعـادة البيـع تسـمح لمدخرين أخرين باستثمار أموالهم في لحظة.
- يساعد على النشر المستمر، وطول العـام لـلأوراق الماليـة، بينمـا الإصـدارات في السـوق الأولي تحدث في فترات قليلة ومختلفة على مدار العام.

والشكل التالي(شكل ٢) يوضح العلاقة لأطار سوق الأوراق المالية:

شكل (٢)

يوضح العلاقة بين السوق الأولي

والسوق الثاني



إذن أي سوق للأوراق المالية لابد أن يتكون من شقين أساسيين هما السوق الأولي أو سوق الإصدار والسوق الثانوي وسوق التداول، وإن كان السوق الثانوي، أي التداول يضمن بدوره شكلين هما السوق المنظمة والسوق غير المنظمة إلا أنه قد يضم إلى جانب ذلك أسواقا أخرى تعتبر جزءا من هذه السوق وهي ما يطلق عليها السوق الثالثة والسوق الرابعة ماذا يقصد بالسوق الثالثة؟والسوق الرابعة؟

السوق الثالثة:

وهي قطاع من السوق غير المنظم، بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة (أي السوق المنظمة) ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنتظم، وهذه الأسواق على استعداد لبيع وشراء الأوراق المالية بإي كمية، وكذلك نجد أن من حق أعضاء بيوت السمسرة هذه التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة بينما أعضاء السوق المنظمة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المسجلة فيها

واضح أن أعضاء بيوت السمسرة هذه قد تشكل عنصرا منافسا للأعضاء داخل السوق المنطمة خاصة وأن العملاء في السوق غير المنظمة من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة ومن أهم أسباب وجود هذه السوق اعتقاد العملاء- أي المؤسسات الاستثمارية- بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة، وأيضا إمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية، خاصة أن سماسرة هذه السوق غير ملزمين بحد أدني للعمولة، هذا من جانب، ومن جانب آخر، نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أوإضافية من مشورة وغيرها، الا في حدود ضيقة جداً.

السوق الرابعة:

وهو يشبه السوق الثالثة في أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة، غير أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، أو بين الأفراد الأغنياء

دون حاجة لأعضاء بيوت السمسرة، ومما يسهل هذا الاتصال، وجود شبكة قوية من الاتصالات سواء عن طريق التلفون أو الحاسب الآلي وبالتالي يمكن القول أن أهم اسباب وجود هذه السوق هو الحد من العمولات التي تدفع للسماسرة.

والجدير بالذكر أنه قد يتم الاستعانة بوسيط لإتمام الصفقة، والمعروف أن أعباء الوسيط تكون أقل بكثير من تكلفة وعمولة السماسرة.

وفي هذه السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل السوق المنظمة أو خارجها.

أن العرض السابق لأهم أشكال سوق المال بصفة عامة، وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، وما تضمنه من العديد من الأدوات، سواء التقليدية أو المستحدثة، يثير في ذهن الدارس العديد من الخواطر أو التساؤلات، أبرزها كيفية قيام المدخر أو المستثمر بتوجيه واستخدام مدخراته نحوهذه السوق؟

وهل هذه الأدوات مثلها مثل السلع في إي سوق اخرى يمكن بسهولة التعرف عليها وشراؤها مباشرة؟

وهل التعامل فيها (سواء شراء أو بيع يكون مناسبا في أي وقت؟ وبأي سعر؟وبأي كمية؟)

وقد تكون الإجابة ببساطة أنه يكفي تواجد المستثمرين في هذه الأسواق، لتتم عملية التعامل المختلفة داخل هذه الأسواق، غير أن هذا التعامل لن يكون بالفاعلية المطلوبة أو المرغوب فيها، دون تواجد ما يسمى بالوساطة المالية .

إذن يمكن أن نعبرعن كل التساؤلات السابقة في سؤالين أساسيين هما.

١. من هم الذين لهم حق الوساطة من قبل المستثمرين؟
٢. وكيف يتم استخدام هذه الوساطة في التعامل على الأوراق المالية؟

٣. مؤسسات التمويل الدولية

١,٣ صندوق النقد الدولي

International Monetary Fond (IMF)

١. نشأة صندوق النقد الدولي، واهم مهامه:

أنشيء صندوق النقد الدولي بموجب اتفاقية (Bretton Woods)، بولاية New Hampshire في الفترة من ١-٢٢ تموز ١٩٤٤م، والتي أقرها ممثلو ٤٤ دولة اجتمعوا لمناقشة أهم القضايا والمشاكل الاقتصادية الدولية من ناحية، والعمل على إعادة الاقتصادات التي دمرتها الحرب العالمية الثانية، وذلك من خلال البنك الدولي للإعمار والتنمية IBRD الذي رافق بنشأته تأسيس الصندوق، لذا عادة ما يطلق على هذين المؤسستين بتوأم برتن وودز.

وهكذا ارتبط تاسيس الصندوق بحاجة المجتمع الدولي إلى إنشاء منظمة عالمية، أو نظام نقدي دولي جديد لمعاجة العالم الاقتصادي ما بعد حقبة الكساد الكبير خلال الثلاثينات من هذا القرن، التي شهدت آثار وخيمة على مختلف أوجه الحياة الاقتصادبة والمالية، مثل إفلاس البنوك وتدهور أسعار المنتجات، وبطالة واسعة، وفقدان مستمر للثقة بالعملات الوطنية، وتزايد الطلب على الذهب... وهو ما احدث تقلص في حجم المعاملات النقدية في مختلف الدول، وانكماش في التجارة وانخفاض في مستويات المعيشة.

ونظراً لهذه الظروف قدم الاقتصاديان وهما الأمريكي هاري دكسترويات والبريطاني جون ماينزد كينز أفكارهما لاقامة نظام دولي تجاري، تتولاه منظمة تعاونية، تضمن تحويل العملات، وتحديد قيم واضحة لها، والغاء القيود والممارسات التي تعيق حركة التجارة والاستثمار. علماً أن الصندوق لم يبدا أعماله الا في عام ١٩٦٤م وكان يضم آن ذاك ٣٩ عضواً.

وفقاً لاتفاقية التأسيس، يتولى الصندوق تنفيذ المهام التالية:

- **تحقيق استقرار في أسعار صرف وترتيبات** الصرف المنظمة بين الدول الأعضاء بنظام أشبه بنظام مدفوعات دولية متعددة الاطراف.

- **تحقيق نمو متوازن للتجارة الدولية** بما يكفل ذلك رفع مستوى الإنتاجية والدخول الحقيقية، وتنمية الموارد الإنتاجية للدول الأعضاء.
- **تعزيز التعاون النقدي الدولي** من خلال المشورة التي يقدمها الصندوق للدول الأعضاء في مجال رسم السياسات الاقتصادية المالية، وتنسيق السياسات بين الدول الصناعية الكبرى.
- **تقديم التسهيلات الائتمانية للدول غير الأعضاء** اعتماداً على آليات ائتمان – والتي سيرد شرحها لاحقاً– بغية اعطاء هؤلاء فرصة لتصحيح الاختلال في موازين مدفوعاتهم، بدلاً من اتخاذ الإجراءات التي قد تلد اختلالات اقتصادية واجتماعية كبيرة.
- إضافة إلى ذلك، **يقدم الصندوق مساعدات فنية كبيرة في مجال عمل البنوك المركزية** محاسبة موازين المدفوعات، و الضرائب... وغيرها، كما يوفر تدريباً متقدماً للعاملين في المجلات المذكورة في الدول الأعضاء من خلال معهد الصندوق.

في ضوء ذلك، فأن الصندوق يقوم بالوظائف الرئيسة التالية:

١. **الوظيفة التنظيمية:** وتُعنى بسن القوانين والأنظمة لتحقيق الأغراض الآنفة الذكر.
٢. **الوظيفة المالية:** وتتم من خلال إدارة القروض قصيرة الأجل المتاحة للدول الأعضاء التي تعاني من صعوبات (حالات عجز) في موازين مدفوعاتها.
٣. **الوظيفة الاستشارية:** أي تقديم المشورات (Consultations) الاقتصادية والمساعدات الفنية للدول الأعضاء. حيث يشارك الصندوق بشكل عميق في سياسات الأعضاء المؤثرة بالتبعية على قيم عملاتها، إضافة إلى تقييم الآداء الاقتصادي لكل عضو، بما يعرف في لغة الصندوق بالرقابة(Surveillance)، وهكذا جعلت هذه الوظائف للصندوق ليكون المركز الأول للتعاون الاقتصادي والمالي الدوليين.

تعد حكومات الدول الأعضاء في الصندوق مصدر السلطة فيه، ذلـك أن الصـندوق ليس جهازاً مستقلاً بل كوسيط بين إرادة أكثرية الأعضـاء، والبلـد العضـو المعـني الـذي يطلب قروضاً من الصندوق.

أ. **مجلس المحافظين**: ويمثل جهاز السلطة العليا في الصندوق، الذي يتمتـع سـنوياً بهـدف التشاور بشأن النظام النقدي العالمي. ويمثل كل عضـو في المجلـس بمحـافظ واحـد يعاونـه محافظ مناوب، وعادة ما يكـون المحـافظون – ومنـاوبهم- مـن وزارة الماليـة، أو محـافظي البنوك المركزية، وتعاونهم في ذلك لجنتين:

- **اللجنة المؤقتة**: انشئت في عام ١٩٧٤م لتقديم المشورة إلى مجلس محافظي الصندوق في شؤون الإشراف على إدارة وتعديل النظام النقدي الدولي، والتصـدي للتقلبـات التي تهدده.
- **لجنـة التنميـة**: وهـي اللجـة الوزاريـة المشـتركة لمجلـس محـافظي البنـك الـدولي والصندوق، وتعني بنقل الموارد الفعلية إلى الـدول الناميـة. انشـئت في عـام ١٩٧٤م وتتكون من ٢٤ عضـواً هـم مـن وزارة الماليـة يمثلـون أعضـاء في مجلـس المـدريرين التنفيذيين المعنيين للبنك والصندوق.

ب. **المجلس التنفيذي**: ويتولى إدارة أعمال الصندوق، يتكون من ٢٤ مديراً تنفيذياً يمثلون مصالح دولة أو مجموعة دول معنية، يجتمعـون ثـلاث مـرات أسـبوعياً- علـى الأقـل – للإشراف على تنفيذ السيايات التي تضعها الحكومات الأعضاء. وغالباً ما يتخـذ المجلـس قراره عن طريق إجماع الآراء بين أعضائه.

ج. **المدير العام**: ويتولى إدارة اجتماعات المجلس التنفيذي، حيث يعـين مـن قبـل المجلـس المذكور نفسه.

د. **هيئة الموظفين**: وهم موظفو الخدمة المدنية، يرأسهم المدير العام، يبلغ عددهم حوالي ٦٠٠ موظفاً ينتمون إلى حوالي ١١٦ بلداً معظمهـم متخصصـون بالاقتصـاد والإحصـاء إضافة إلى باحثين وخبراء مال وقانون... إلخ، وهم مسئولون أمام الـدول الأعضـاء عـن

تطبيق السياسات التي يكلف الصندوق بتنفيذها. ويعمل موظفو الصندوق في مقر الصندوق – بواشنطن– فيما يعمل عددٌ منهم في عواصم عالمية.

- **العضوية:** (Membership)

يتيح الصندوق فرصة لأي دولة مستقلة في عضويته شريطة أن يوافق على الالتزام بالنظام الأساسي للصندوق بما في ذلك من حقوق وواجبات. ويضم الصندوق حوالي ١٧٩ بلداً أغلبها من الدول الصناعية الكبرى. علماً أنه بمقدور أي بلد عضو الانسحاب من الصندوق وقتما يشاء وله الحق أيضاً بالعودة إليه.

- **الحصص والتصويت:** (Quotas and Voting)

تنص اتفاقية الصندوق على وجوب كل بلد عند انضمامه إلى الصندوق أن يدفع مبلغاً يدعى باكتتاب الحصة (Quota Subscription)، وهو نوع من رسوم العضوية، يسدد معظمه بالعملة المحلية. وتستخدم الحصة – التي يعبر عنها بوحدات SDRs للاغراض التالية:

١- كمصدر لإقراض الدول الأعضاء التي تعأني من صعوبات تمويلية.

٢- كمعيار في يد الصندوق لتحديد حصة العضو من قروض وموارد الصندوق بما في ذلك SDRs.

٣- تعد حصة العضو أساسا لتحديد حجم قوته التصويتية (أي قدرته على الاشتراك في تحديد سياسات الصندوق)، وتحدد هذه الحصة عن طريق قيام الصندوق بتحليل ثروة العضو وأدائه الاقتصادي.

وتجري مراجعة الحصص مرة كل ٥ سنوات، يمكن تعديلها (بالزيادة والنقصان) وفقاً لاحتياجات الصندوق – أي متطلبات السيولة الدولية والقدرة الاقتصادية للبلد العضو، ونمو الاقتصاد العالمي.

وقد تطورت أحجام الحصص منذ نشأة الصندوق وحتى الحاضر، حيث تضاعفت بحدود ٢٦ من خلال الفترة ١٩٤٥-١٩٩٤م وتعد الولايات المتحدة الأمريكية

صاحبة أكبر حصة بالصندوق، بوصفها أكبر دول العالم اقتصادياً لتسهم بحوالي ١٨٪ من مجموع الحصص (أي بنحو ٣٧ مليار دولار).

- **مصادر تمويل الصندوق:**

يعتمد الصندوق على مصدرين أساسيين لتمويل موارده المتاحة، وهما:

أ. **الاكتتاب:** حيث يعد اكتتاب الحصص من أكبر مصادر التمويل للصندوق – وكما أشرنا أعلاه– ونظراً للتزايد المستمر في عدد الأعضاء فقد ازدادت موارد الصندوق من هذه الاكتتابات بيد أنه، وفي الوقت الذي يكون إقراض البلد العضو من الصندوق بما يعادل أضعاف حجم حصته المدفوعة – بالعملات المحلية عادة– فإن الحصص وحدها لا تفي بحاجة الصندوق من الأموال اللازمة لتلبية احتياجات الأعضاء خصوصاً اذا ما تعرض الاقتصاد العالمي لضغوط شديد مفاجئة، وهكذا ياتي المصدر التالي للتمويل وهو:

ب. **الاقتراض:** ويأتي من المصدرين التاليين:

أولاً: الترتيبات العامة للاقتراض (General Arrangement Borrow) منذ عام ١٩٦٧م، حصل الصندوق على تفويض بالاتفاق مع بعض الحكومات والبنوك لدول عدة، على فتح هذا الاجتماع القابل للتجديد كل، ٥ سنوات ويبلغ مقداره حاليا ٢٥ مليار دولار، يدفع الصندوق فوائده على ما يسحبه اقتراضا من هذا الاعتماد، كذلك يتعهد بتسديد القرض خلال مدة ٥ سنوات.

ثانيا الاقتراض من الحكومات الأعضاء أو من السلطات النقدية من أجل برامج تمويلة معينة يستفيد منها الأعضاء نطراً للمكانة الائتمانية المتميزة للصندوق، حيث أتاحت هذه المصادر توسيع نطاق قروض الصندوق، لتشمل العديد من الدول الأعضاء الفقيرة، وبوصفها قروضاً سهلة الشروط وهو ما أعطى الصندوق دوراً اشبه بالمصرف العالمي الذي يتولى عمليات الاقتراض والاقراض لأطراف عدة في العالم.

- **عمليات الإقراض من الصندوق:**

تقتصر التسهيلات الائتمانية التي يقدمها الصندوق للدول الأعضاء التي تواجه مشكلات في مدفوعاتها الخارجية نظراً لعدم كفاية حصيلتها من النقد الاجنبي لتسديد استيراداتها المختلفة، وهكذا يمكن للعضو طلب مساعدة الصندوق بصورة مؤقتة، بغية تمكينه من تصحيح أوضاعه الاقتصادية.

وعادة ما يحق للعضو أن يسحب فوراً من الصندوق ٢٥٪ من حصته التي دفعها ذهباً، أو بعملات قابلة للتحويل، كما يحق له أن يطلب المزيد من القروض في حالة عدم كفاية مسحوباته الأولية، ويمكن أن يستمر بذلك حتى يصل مجموع اقتراضه ما يقارب ٣ امثال حصته المدفوعة عند الاكتتاب.

ويعتمد الصندوق في هذا الصدد مبدئين هما:

أ. **الطبيعة التناوبية:** (Rotaning Nature) ويقصد بها وجوب قيام العضو الذي اقترض – عملة أحد الأعضاء بالصندوق– برد هذا القرض إلى مجمع الأموال بعد حل مشكلته الاقتصادية لكي يتسنى مناوبة الاستفادة من هذه الموارد بين جميع الأعضاء عند الحاجة.

ب. **ضرورة تعهد العضو** – قبل استلام القرض– اعتزامه بتنفيذ خطوات لحل مشكلات ميزان مدفوعاته، للتمكن من تسديد ديونه للصندوق خلال مدة تتراوح ٣-٥ سنوات (وقد تمتد احياناً لغاية ١٠ سنوات). ويمثل هذا التعهد الالتزام بتنفيذ اصلاحات اقتصادية ترمي إلى معالجة الموقف السلبي لميزان مدفوعاته، حيث يستلزم استخدام أموال القرض بشكل رشيد ضمانا لتحقيق الهدف من القرض أولا وعدم إهدار أموال الغير ثانياً.

ويصرف القرض أقساطاً تتراوح من ١-٣ سنة، وتختلف البرامج التمويلية التي يقدمها الصندوق باختلاف المشكلة محل العلاج، وكما هو الحال التمويل التعويضي وغيرها، وكما سيرد شرحها أدناه. علماً بأن العضو يدفع رسوماً عند اقتراضه من

الصندوق لتغطية النفقات الإدارية وهي رسوم "الخدمة"، و "رسوم التزام" تدفع مرة واحدة بنسبة ٥ , ٠٪ من قيمة القرض و"رسوم فوائد" بنسبة تبلغ حوالي ٦٪.

وتتطلب عملية الحصول على قروض من الصندوق بعض الإجراءات التي يلزم اتخاذها من قبل الدول الأعضاء، وتشمل مجموعة من الترتيبات والمناقشات تجري بين العضو وموظفي الصندوق، إلى أن يتم التوصل إلى اتفاق ما بين الطرفين بعد أن يقدم البلد العضو خطاباً (يقدمه عادة وزير المالية)، يدعى بخطاب النوايا (Letters of Intends)، وهو منهاج مفصل لوسائل عدة تتعلق بالسياسات الاقتصادية المالية، والنقدية، والتسعيرية، والاجور، والسياسات التجارية، لخطوط عريضة للتدابير التي ينبغي تنفيذها من قبل البلد العضو، فهي شروط مسبقة (Precondition) لطلب ائتمانات الصندوق في إطار مشروطيته.

مع أن هناك معيار الأداء(Performance Criteria)، الذي يتمثل بالسقوف(Ceilings) المفروضة على الائتمان المقدم للبلد العض، وتتضمن المقادير الكمية المدونة في خطاب النوايا وفي النهاية يسمح للعضو الحصول على موارد الصندوق عند موافقة المدير العام للصندوق، والتأكد من أرجحية نجاح العضو في تسديد ما بذمته للصندوق.

- **دور الصندوق في حل مشكلة المديونية الخارجية للدول النامية:**

أهتم الصندوق بمشكلة المديونية الخارجية خاصة بعد أن انطلقت شرارتها الأولى في عام ١٩٨٢م، ليصبح الهيئة الدولية التي تتولى زمام إدارة الأزمة، وعلاجها انطلاقا من نظرته إلى مسبباتها، بل يعد الصندوق من أهم الجهات الدائنة للدول النامية – غير النفطية– التي تواجه مشكلات في خدمة ديونها الخارجية، وخاصة بعد تراجع الإقراض المصرفي العالمي على إثر أزمة القروض المصرفية السالفة الذكر. فمثلاً تشير الإحصائيات إلى أن الصندوق أقرض خلال السنتين ١٩٨٤،٨٣م ما يقارب ٢٨ مليار دولار لعدد من الدول الأعضاء التي تعذر عليها الوفاء بالتزاماتها المالية لدول أخرى، وهكذا أصبح الصندوق مركزاً للسيولة الدولية. ولم يقف عند هذا الدور، بل عمل

الصندوق كحافز (As Catalyst) أي دوراً تنشيطياً من خلال تعاونه الوثيق بين المؤسسات المالية التجارية والحكومات، لبذل جهود متكاملة ومنسقة بغية تامين الحصول على التامين الإضافي. ومن جانب آخر فقد جرت العادة على موافقة البنوك التجارية في إعادة جدول ديون بعض الدول النامية، إذا ما تم الاتفاق في تنفيذ سياسيات الصندوق جنبا إلى جنب مع الدول المقترضة.

وفيما يلي عرضا للأهم التسهيلات الائتمانية التي يقدمها الصندوق للدول الأعضاء:

أ. حقوق السحب العادي: (Ordinary Drawing Rights)

أي إمكانية العضو بشراء العملات الأجنبية من الصندوق طبقا لحصته في مقابل دفع عملته الوطنية، ويتم التسديد بإعادة شراء عملته مقابل الدفع بالذهب أو بالدولار أو أي عملة قابلة للتحويل، وتجري هذه العملية الياص بحسب شرائح الائتمان، (Credit Tranches) وتستخدم هذه الحقوق لتسوية العجز في ميزان مدفوعات البلد العضو على النحو التالي:

- **الشريحة الائتمانية الأولى:** (First Credit Tranche)

ويتطلب السحب منها أن يثبت العضو القيام بجهود ملحوظة للتغلب على صعوبات ميزان مدفوعاته على أن يسدد خلال ٣,٢٥-٥ سنوات وبدون معايير أداء.

- **ترتيبات المؤازرة:** (Stand-By Arrangements)

وهي ترتيبات ترتبط بعمليات السحب من شريحة ائتمان أعلى (تزيد عن ٢٥٪)، وتغطي فترة ١-٢سنة، وتركز على السياسات الاقتصادية الكلية(المالية والنقدية)، للتغلب على صعوبات ميزان المدفوعات، وهنا يجري تطبيق معايير أداء لتقييم تنفيذ مثل هذه السياسات، مثل السقوف الائتمانية، والأهداف من الموازنة، والاحتياطي، والديون الخارجية، وتحرير التجارة... إلخ، ويتم السحب على أقساط أقصى ما يبلغه السحب السنوي من هذه الشريحة هو ١٠٠٪ من الحصة، ٢٠٠٪ من الحصة على أساس تراكمي ويتم التسديد خلال ٣,٢٥-٥ سنوات.

ب. تسهيل التمويل التعويضي والطارئ

(compensatory and Contingency Financing Facility: CCFF)

تأسس هذا التسهيل عام ١٩٦٣م كمساعدة إضافية يقدمها الصندوق للتعـويض عن الانخفاض الحاد وغير المتوقع في حصيلة صادرات البلد العضـو، (بغـض النظـر عـن حصته في السحب على كل من شريحة الـذهب وشـرائح الائتمـان)، أو عنـد الطـوارئ، عندما يواجه البلد صدمات خارجية معاكسة، مثل حـدوث زيـادة في أسـعار الاسـتيراد، والتقلبات في أسعار الفائدة. وتسدد هذه الموارد في فترة لا تتجـاوز ٥ سـنوات. ويعكـس هذا التسهيل نظرة الصندوق إلى الطبيعة المؤقتة، لاختلال ميزان مدفوعات البلد العضو.

ج. **تسهيل تمويل المخزون الاحتياطي**

(Buffer Stock Financing Facility: BSFE)

انشأ هذا التسهيل عام ١٩٦٦م لمساعدة الدول الأعضاء التي تواجه صعوبات في موازين مدفوعاتها خلال تمويل مساهميها في المخزونات الاحتياطية الدولية المتفـق عليهـا من المواد الأولية، بغية المحافظة على أسعارها.

أما حدود الاستفادة من هذا التسهيل في ٣٥٪ من الحصـة يـتم التسـديد خـلال ٣,٢٥-٥ سنوات.

د. **حقوق السحب الخاصة** (Special Drawing Rights: SDR's)

ه. **التسهيلات البترولية** (Oil Facility)

شكل هذا التسهيل في حزيران ١٩٧٤م، وهي قـروض ميسـرة تقـدم إلى الـدول الأعضاء الأقل دخلا، المستوردة للنفط، والتي تعاني من عجز حاد في موازين مدفوعاتها، ويمكن سدادها بفترة استحقاق أمدها ٣ سنوات.

و. **التسهيلات الموسعة للصندوق** (Extended Fund Facility: EFF)

شكل هذا التسهيل في أيلول ١٩٧٤م، وفيه يقدم الصندوق برامج لعدة سـنوات على شكل قروض للدول الأعضاء التي تعاني من اختلالات هيكليـة شـديد، ترجـع إلى عدم قدرة هياكلها الاقتصادية على التكييف، أو من اختلالات حادة في الأسـعار وعـدم استطاعتها على اتخاذ سياسة فاعلة للتنمية الاقتصادية، أما الحدود السنوية والتراكمية لهذا التسهيل، فهي نفسها المطبقة في الاتفاقات الاحتياطية، وتطبق بالنسـبة لمعـايير الأداء يـتم التسديد خلال ٤,٥ – ١٠ سنوات.

ز. **صندوق الأمانات** (Trust Fund)

تأسس هذا الصندوق عام ١٩٧٦م، حيث يقوم بتقديم قروض تساهلية للدول الأعضاء المنخفضة الدخل التي تعاني من خلل في موازين مدفوعاتها، وتمول هذه الموارد من أرباح بيع الذهب.

ح. **صندوق الائتمان** (Credit Fund)

ابتدأ نشاط هذا الصندوق عام ١٩٧٧م، لمساعدة الدول الأعضاء في تصحيح حالات العجز في موازين مدفوعاتها، طبقا لحصتها في الصندوق، بالرغم من الجهود التي تبذلها في تعبئة الموارد المحلية، وتوسيع صادراتها، بشرط أن تقدم هذه الدول برنامجا لتوضيح الإجراءات التي ستتخذ لتحقيق أهداف الصندوق.

ط. **تسهيل التمويل التكميلي** (Complementary Financing Facility: CFF)

تأسس هذا التسهيل عام ١٩٧٩ لتقديم المساعدة إلى الدول الأعضاء، وتتميز القروض المقدمة بطول فترات السداد لتتلاءم مع القدرة التحميلية للعضو على سدادها، إضافة إلى تقديم المعونات كعنصر تساهلي للدول الأعضاء المنخفضة الدخل كانخفاض معدلات الفائدة عليها.

ي. **تسهيل الإتاحة الموسعة**: (Enlarged Access)

أنشئ هذا التسهيل عام ١٩٨١م، هي سياسات مؤقتة أوجدها الصندوق بدلاً من التسهيل السابق، يهدف إلى توفير الموارد للأعضاء الذين يواجهون صعوبات في مدفوعاتهم الخارجية، طبقاً لأوضاعهم الاقتصادية وحصصهم في الصندوق.

ك. **تسهيل التصحيح الهيكلي**: (Structural Adjustment Facility SAF)

أنشا هذا التسهيل في عام ١٩٨٦م، يقدم الصندوق بموجبه موارد مالية، بشروط ميسرة إلى الدول الأعضاء منخفضة الدخل، لدعم عمليات التصحيح الاقتصادي الكلي وهي الدول التي تواجه مشكلات ممتدة في موازين مدفوعاتها ويقوم العضو – بمساعدة الصندوق والبنك الدولي– بوضع واستكمال إطار يتضمن برامج سنوية منفصلة،

يدعمها هذا التسهيل لصرف قروض سنوية، ويبلغ سعر الفائدة على هذه القروض ٠,٥٪ تسدد خلال ٥,٥- ١٠ سنوات.

ل. **تسهيل التصحيح الهيكلي المعزز** (Enhanced Structural Adjustment Facility: ESAF)

انشأ هذا التسهيل في عام ١٩٨٧م، ويتشابه هدفه وشروطه مع تلك في التسهيل السابق، باستثناء نطاق وقوة السياسات الهيكلية اللازم إتباعها من قبل البلد العضو، وشروط معدلات الاستفادة منه وإجراءات المراقبة.

ويحق للعضو المؤهل الاقتراض من هذا التسهيل لما يصل إلى١٩٠٪ من قيمة حصته في الظروف الاستثنائية.

ل. التسهيل التمويلي لتحويل الأنظمة الاقتصادية

(Systemic Transformation Facility: SHF)

أنشئ هذا التسهيل التمويلي في نيسان سنة ١٩٩٣ بصفة مؤقتة، وقد قدم الصندوق خلاله مساعدات مالية للدول الأعضاء التي تواجه مصاعب في موازين مدفوعاتها الناجمة من التحول على الاعتماد الكثيف على التجارة بأسعار غير السوقية إلى التجارة المتعددة لأطراف على أساس أسعار السوق، وهكذا صمم هذا التسهيل لتمكين الدول من الانتقال - مرحلة معنية – إلى استخدام تسهيلات التمويل العادية في الصندوق، وقد أجرى ٢٠ بلداً بموجبه عملياً سحب مبالغ تقدر بـ ٤ بلايين وحدة من SDRs، ثم توقفت هذه العمليات في نهاية عام ١٩٩٥م.

أما الأرضية التي تنطلق منها سياسات الصندوق في تقديم موارده للدول الأعضاء التي تكون بحاجة إلى تمويل خارجي، وهي كيفية خلق توازن داخلي وخارجي مستقلين لها، باعتبار أن المشكلة تنبع من داخل هذه الاقتصاديات (المقترضة)، ويقصد بالتوازن الداخلي: الاكتفاء بمستوى معين من الطلب الكلي، لينسجم مع مستوى الاستخدام والإنتاج المحليين، وإن أمكن أن يقترب من مستوى الاستخدام الكامل فيما ويقصد بالتوازن الخارجي الوضع المتوازن لمدفوعات التجارة، والتدفقات الرأسمالية التلقائية. وهكذا يطالب الصندوق أن تكييف هذه الدول نفسها من خلال الاعتماد على

تدابير اقتصادية هيكلية لمعالجة الاختلالات، وخاصة في موازينها التجارية، ويطلق على هذه التدابير بسياسات التكييف (Adjustment Arrangements)، والتي تعد السياسات التقليدية التي يعتمد عليها الصندوق إزاء الدول الأعضاء التي تطلب موارده، لذا سنتناول الآن أهم الجوانب المتعلقة بهذه السياسات، بوصفها تعكس نظرة الصندوق لحل أزمة المديونية الخارجية.

- **مفهوم سياسات التكييف**: ويقصد بها ((البرامج التقشفية أو السياسات الانكماشية التي تقوم بها الأقطار الأعضاء عندما تطلب الاقتراض من الصندوق لتخفيف عجزها الداخلي والخارجي، ولجعل سعر الصرف واقعياً، لذا تسمى هذه الإجراءات بتصحيح المسار الاقتصادي، أو برامج الاستقرار (Stabilization Programs)، إضافة إلى اتخاذ إصلاحات هيكلية، تحد من تدخل السلطات العامة في الاقتصاد الوطني، هذا وقد قامت العديد من الدول النامية الأعضاء بتنفيذ هذه البرامج، واستلمت دعماً من الصندوق من خلال ترتيبات مؤازرة أو ترتيبات موسعة.
- **أهداف التكييف**: تتضمن الأهداف الرئيسة المترابطة في التصميم العام لبرامج التكييف ما يلي:

١. **تشجيع النمو الاقتصادي:** أي زيادة النمو أثناء فترة البرامج وذلك من خلال تحقيق الاستقرار المالي الداخلي والخارجي.
٢. **تقليل التضخيم:** أي محأولة احتواء التضخيم ليصل إلى اقل من ١٥% سنويا، بوصفه لا يشجع على الادخار والاستثمار، وما يؤديه إلى هبوط في معدلات النمو الاقتصادي.
٣. **تحسين وضع الحساب الجاري في ميزان المدفوعات** في الأجل المتوسط، وذلك من خلال توسيع الاستثمار الممول مع المعونات المالية الخارجية للمساهمة في توسيع طاقات الإنتاج المحلي، وزيادة الصادرات، ومن ثم تلقي الاستيرادات في الأجل المتوسط.

وتجدرالإشارة إلى أن الصندوق قد اعتمد على خبرة البنك الدولي في توصياته لهذه التدابير.

- **عناصر التكييف**: تتألف سياسات التكييف من ثلاثة جوانب رئيسة وهي:

أولاً: **جانب إدارة الطلب**: وهو إجراءات تؤثر- مبدئياً- على مستوى توزيع الطلب الكلي ليتلاءم مع المستويات المستهدفة من معدلات الاستثمار والنمو الاقتصادي، وتضم سياسات ذات أدوات منتقاة للتأثير على المستوى الكلي للاقتصاد، حيث يبرز الدور الفاعل للسياسة النقدية والمالية التي تؤدي بالتبعية إلى تقليل معدلات التضخم، وتخفيض العجز في ميزان المدفوعات، وذلك من خلال تقييد التوسع التقدي لتخفيض حالات العجز في الموازنة العامة، وتوسيع حصة القطاع الخاص من الائتمان المصرفي المحلي.

ثانياً: جانب إدارة العرض: وهي تدابير توجه نحو جنب إدارة العرض في السوق، كتطوير قاعدة الإنتاج، وتشجيع أنشطة القطاع الخاص، أي ((هي مجموعة سياسات تستهدف زيادة حجم الموارد والخدمات يؤمنها الاقتصاد الداخلي مهما كان مستوى الطلب الداخلي)). وهكذا تبرز أهمية تواصل الدعم المالي من خلال موارد الصندوق. ويتم ذلك من خلال دعم أسعار المنتجات الزراعية والصناعية، وزيادة القدرة التصديرية. كذلك ينصح الصندوق بضرورة الاعتماد على سعر مخفض للعملة المحلية (Devaluation) كجزء مهم لهذه السياسات، من أجل تخفيض العجز في ميزان المدفوعات.

ثالثاً: تحويل هيكل الإنتاج القومي نحو الصادرات: تضم هذه السياسات تدابير جانبي الطلب والعرض معا، من خلال العمل على تحويل هيكل الإنتاج القومي للبلد العضو – المدين– نحو زيادة التصدير، لتوفير النقد الأجنبي الكافي للإيفاء بالتزاماته الخارجية، وهنا يشجع الصندوق الاستثمار الأجنبي المباشر في قطاع التصدير، وإعطائه الحرية في مشاركة بقية القطاعات الاقتصادية من حيث الملكية، والاقتراض من سوق النقد المحلي، أي هي إجراءات تستهدف تشجيع الصادرات من خلال إجراء تخفيض سعر العملة المحلية، بما يقود كل ذلك إلى تحسين قدرة البلد على المنافسة في الأسواق الدولية.

تلك هي أهم سمات وعناصر سياسات التكييف التي يدعمها الصندوق، ويبدو جلياً مدى التداخل ما بين هذه الإجراءات، وهو- حصراً – تقليل العجز في كل من

الموازنة العامة وميزان المدفوعات، بغية تقليل الطلب الكلي بوصفه السبب المباشر للاستدانة الخارجية إلى جانب توسيع العرض ايضاً.

- **مراحل التكييف**: يشترط الصندوق على الدول الأعضاء المدينة، أن تمر بمراحل معينة من عملية التكييف دون إمكانية القفز على المراحل الأساسية إذا ما رغبت باستعادة نموها على أساس وجود تتابع منطقي لهذه المراحل، وصولاً إلى الهدف وتشمل:

المرحلة الأولى:

مرحلة بلوغ الاستقرار الاقتصادي الكلي: وتشمل تخفيض معدلات التضخم، وتشجيع المستثمرين، تقييد الائتمان المحلي للقطاع العام، وزيادة الضرائب، وتخفيض الإعانات للأسر متوسطة الدخل، والخصخصة.(Privatization)

المرحلة الثانية:

تحرير نظام الحوافز: أي التدابير الهيكلية لتوفير الحوافز، بغية استخدام العوامل الإنتاجية بشكل أكثر كفاءة وعدالة.

المرحلة الثالثة:

استئناف الاستثمار: أي تحسين مناخ الاستثمار، وتقليل حوافز رأس المال على الهروب، وتزايد عائدات الاستثمار العام، ليتكامل مع الاستثمار الخاص.

ولم تكتف اللوائح الخاصة ببرامج التكييف بإذعان البلد المدين إلى فقراتها فحسب، وإنما ينصح المستشارون بضرورة التكيف بسرعة، التجنب مزيدٍ من الأعباء، حيث يعتقد هؤلاء أنه ((كلما طال تغيير التكييف زاد انحراف متغيرات الاقتصاد الكلي الحاسمة عن قيمتها المتوازنة))، كعجز الحساب الجاري ،وارتفاع معدلات التضخم، وعدم استقرار أسعار الصرف. كذلك يؤكد خبراء الصندوق بعدم النظر إلى هذه التدابير، على أنها إجراءات مؤقتة فلا بد من إعادة تكييف السياسات الداخلية مع تغير كل الظروف الاقتصادية الداخلية والخارجية، وبشكل دائم وليبقى الاقتصاد أقرب ما تكون إلى حالة الاستقرار المالي.

أما بصدد الإجراءات التي اتخذها الصندوق خلال العقد السابق لتعزيز دوره في إستراتيجية الديون فهي:

أولاً: توفير الدعم المالي لخفض الديون وتكاليف خدمتها، حيث خصص (٢٠٪) من التسهيلات لدعم هذه العمليات.

ثانياً: توفير موارد إضافية تصل إلى ٤٠٪ من حصة الدولة العضو لتسديد الفوائد المستحقة.

ثالثاً: وجود مرونة أكبر في توقيت الالتزام بالتعهدات التمويلية.

أما في التسعينات، فقد ركز الصندوق جهوده في مجالين رئيسين إلى جانب المجال الثالث

١. **قيادة لحملة واسعة النطاق لمساعدة دول أوروبا الشرقية**، وجمهورية الاتحاد السوفيتي السابق، على الانتقال من أنظمة التخطيط المركزي إلى أنظمة السوق.

٢. **مساعدة الدول الأعضاء الاقل نمواً في** مجال تهيئة بيئة مناسبة للنمو الاقتصادي.

٣. **مساعدة الأعضاء على تقييم آثار اصلاحات السياسة الاقتصادية على قطاعات المجتمعات الفقيرة**، وتصميم ما يعرف بمظلات الأمان الاجتماعي، تشمل التعويض عن البطالة والتأمين الصحي.

جدول رقم (١٤)

استخدام ائتمان صندوق النقد الدولي من قبل الدول النامية خلال الفترة

(٧٠. ٨٧, ٨٠-١٩٩٣) مليون دولار

١٩٧٠	١٩٨٠	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣
٧٥٦	٩٥٠،١٢	٩٥٠،٤٢	٢٠٠،٣٥	٠٧٦،٣٢	٦٥٢،٣٤	١٢٩،٣٨	٢٦٤,٣٨	٩١٤،٣٨

Source: World Bank، World Debt Tables، External finance For Developing Countries، Vol.l Analysis and Summary Tables، 1994-95، P.192.

٢,٣ البنك الدولي (World Bank: WB)

١. نشأة البنك

أنشئ البنك الدولي (أو البنك الدولي للتعمير والتنمية IBRD) في عام ١٩٤٥م، وهي المؤسسة التوأم لصندوق النقد الدولي. ويضم مؤسستين هما:

شركة التمويل الدولية (IDA) التي أنشئت في عام ١٩٥٦م، ومؤسسة التنمية الدولية (IFA) التي أنشئت في عام ١٩٦٠م.

ويتولى البنك الدولي المهام التالية طبقاً لمواد اتفاقية تأسيسه وهي:

١. تقديم المساعدات المالية لإعمار الاقتصادات التي دمرت بالحرب العالمية الثانية، ودعم برامج التنمية في الدول الأقل نمواً، بما في ذلك تقديم المعونات الفنية والمشورات لرسم السياسات الاقتصادية، التي تكفل رفع معدلات النمو الاقتصادي.
٢. مساعدة الدول النامية في مواجهة الفقر، وتوسيع النمو المستدام.
٣. تشجيع حركة الاستثمارات الدولية من خلال تحفيز ودعم الاستثمارات الخاصة للمساهمة في تمويل المشاريع الإنتاجية.
٤. العمل على تحقيق النمو المتوازن للتجارة الدولية، من خلال دوره في تحقيق التوازن في موازين مدفوعات الدول الأعضاء، وتشجيع الاستثمار بما يساهم في رفع الإنتاجية والدخول، وبالتالي ارتفاع مستوى معيشة الأفراد.

أما الهدف النهائي للبنك، هو مساعدة رأس المال الدولي الخاص في توسعة وسعيه إلى مناطق الاستثمار المربح في العالم النامي، ووسيلته في ذلك، هي تمويل بناء شبكة البنية الأساسية في تلك المناطق، والضغط على الحكومات المقترضة لتقديم كافة الامتيازات، والحوافز للاستثمار الأجنبي، وتوجيه الإنتاج نحو التصدير لزيادة حجم ما يعرض في السوق العالمي، مما يعود بالفائدة على الشركات العالمية.

- **تنظيم البنك الدولي**:

يتركب الهيكل التنظيمي للبنك الدولي من الأجزاء التالية:

أ. مجلس المحافظين: ويمثل جميع الدول الأعضاء ويقوم هؤلاء بمنح معظم الصلاحيات إلى مجلس المديرين التنفيذيين.

ب. مجلس المديرين التنفيذيين:ويتألف من جميع الأعضاء، يقوم كل مدير باختيار نائب له، وهذا المجلس مسئول عن إدارة أعمال البنك وتقرير جميع القضايا المتعلقة بمنح الائتمان، إذ تعرض عليه السياسيات بصورة منتظمة لمناقشتها وتقريرها.

ج. الموظفون:

• **العضوية**: يشبه البنك الدولي التعاونية المالية، فهو يضم مجموعة واسعة من الدول، تحدد حصة كل منها نسبة لحجم اقتصادها منسوبا إلى الاقتصاد العالمي. وبذلك تشكل الدول الصناعية الكبرى – مجموعة السبع - G* نسبة ٤٥٪ من إجمال حصص البنك، مما جعلها تستحوذ على مرونة كبيرة في التحكم بالشؤون الاقتصادية الدولية. أما الويلات المتحدة فلها الحصة الأكبر حيث تستحوذ بـ ١٧٪، الأمر الذي منحها القوة في حق الرفض على أي تغييرات تجري في القاعدة الرأسمالية للبنك وبنود اتفاقياته. أما بقية المسائل بما في ذلك الموافقة على منح القروض، فهي تقرر بأغلبية الأصوات التي تمثل أعضاء البنك الآخرين، وأغلبهم من الدول النامية التي تمتلك ما يناهز نصف الأصوات.وهكذا يعتمد البنك على نظام الاجتماع في عملية صنع القرار، انطلاقاً من إيمانه بالروح التعاونية فيما بين أعضائه من الدول الغنية والفقيرة التي تشكل في منظومها مجموعها منظومة متعددة الأطراف، متبادلة المنافع.

• **قروض البنك:**

يقدم البنك نوعين رئيسيين من القروض هما:

النوع الأول: تقدم للدول النامية القادرة على دفع أسعار فائدة قريبة من أسعار الفائدة السوقية، أما مصدرها فهو المستثمرون من كافة دول العالم، الذين يقومون بشراء السندات التي يصدرها البنك لهذه الغرض.

النوع الثاني: وتقدم إلى الدول الأكثر فقراً، التي عادة ما تفتقـر إلى الجـدارة الائتمانيـة في أسواق المال الدولية، بالتالي فهي غير قادرة على دفع أسعار فائدة قريبة لأسـعار الفائـدة السائدة في السوق على الأموال المقترضة. ولذلك ليس بمقدور البنـك إصـدار السـندات بغية توفير الأموال المعدة لإقراض تلك الدول. وفي هذه الحالة يتم الإقراض عـن طريـق الفروع التابعة للبنك Affiliate، وهي مؤسسة التنمية الدولية IDA التي سنتطرق إليها لاحقاً.

أما أهم القروض التي يقدمها البنك طوال خدمته وحتى مطلع الثمانينات فهي:

أولا: قروض المشروعات:(Project Lending)

تمنح لتمويل مشروع معين، مثل مشـروع ري، أو محطـة توليـد كهربـاء... إلخ، وتستحوذ هذا القروض على مساحة واسعة من النشـاط الاقتراضـي للبنـك. وعـادة مـا تخضع هذه القروض إلى مشروطية تـرتبط بالمشـروع ذاتـه، مثـل حسـن تنفيـذ المشـروع وإدارته، إضافة إلى شرط الحد الأدنى من العائد على رأس المال المستثمر في المشروع.

ثانياً: قروض البرامج (Program Lending)

تمـنح لتمويـل البرنـامج إنمـائي أو قطـاعي يشـمل مشـروعات عـدة، أو لتمويـل الاستيرادات لصناعة ما، أو لعدة صناعات وفي ظروف استثنائية يشهدها البلد المقـترض، وبالتالي فهي – في الواقع– قـروض طـوارئ، تقـدم عنـد حـدوث كـوارث طبيعيـة، أو أزمات اقتصادية حادة على أثر تدهور مفاجئ، في معدل التبادل الدولي، لذا فإنه عادة ما تكون هذه القروض عديمة المشروطية.

أما خلال العقد المنصرم، فقد استحدث البنك أنواعاً عديدة من القروض، وهي:

- **قروض التكييف الهيكلي** (SAL)

تشكل التسهيل الخاص بها في عام ١٩٨٠م بهدف "توفير التمويل السريع للدول التي تحاول تسوية الخلـل في مـوازين مـدفوعاتها، ولرفـع قـدرتها علـى تسـديد ديونهـا"، وتختلف هذه القروض عن قروض البرامج من حيث إنها تشتمل على درجـة عاليـة مـن

المشروطية، تتضمن سياسات اقتصادية كلية، وتصحيحات هيكلية، ولذلك فإنها لا تمنح إلا للدول التي تدخل في ترتيبات استعدادية أو ممتدة من صندوق النقد الدولي.

• **قروض التكيف القطاعي:**

وتستخدم لحل المشاكل المتعلقة بالاقتصاد الكلي للدولة المدينة. وهي تختلف عن القروض السابقة بوصفها ترتبط بتمويل قطاع معين، كالزراعة، أو الصناعة، أو الطاقة، وبالتالي فإن مشروطيتها تكون ضمن نطاق محدد بالقطاع المستهدف تمويله. ويتضح ممّا سبق أن الصفة المميزة لنوعي القروض المشار إليها، أنها تسعى إلى تصحيح السياسات الاقتصادية في البلد المقترض، لذا فقد أصبح يطلق عليها قروض السياسات (Policy-based Lending).

• **مصادر تمويل البنك الدولي:**

أ. الاكتتاب: حيث تشمل مجموع اكتتابات الدول الأعضاء بالبنك رأس مال البنك.

ب. التمويل المشترك (Co-Financing) عن طريق التنسيق مع عدد من الهيئات الأخرى، مثل المنظمات المالية، والنقدية، والدولية، ووكالات المعونة الثنائية، ومؤسسات ائتمانات التصدير، من خلال اقتناعها بالأسهام برأس مالها في المشروعات التي يقوم البنك بتقييمها وإعدادها للتمويل، منها ينوك وصناديق إقليمية كالبنك الأمريكي للتنمية، وبنك التنمية الأسيوي، وبنك التنمية الأفريقي، وعدد من الصناديق الجديدة مقرها الشرق الأوسط لغرض الاستفادة من فوائد إيرادات النفط، وبرامج المعونة الثنائية، وجميعها تستثمر الأموال في مشروعات يتولى البنك الإشراف عليها.

ج. البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأساسية.

د. مساهمة الحكومات المقترضة بأموالها في مشروعات البنك ذاتها، مثل إنشاء البنية الأساسية، أو توفير نفقات التوظيف.

• **السياسة الإقراضية للبنك:**

تتجلى سياسة البنك الدولي في منحه للقروض إلى الدول الأعضاء في الجوانب التالية:

أ. **أولويات منح القروض:**

١. يقوم البنك –بداية– بدراسة الحاجة الفعلية للبلد المقترض إلى موارده، وكذلك مدى مقدرة ذلك البلد على السداد.

٢. يركز البنك في إقراضه على المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية والفنية المدنية أكثر منها مشاريع الخدمات الاجتماعية كالتعليم،و الإسكان، والصحة... إلخ.

٣. تخصيص قروض البنك لتغطية تكاليف استيراد السلع الأساسية التي تحتاجها المشاريع الإنتاجية في البلد المقترض.

٤. المحافظة على صلته بالجهات المقترضة بغية متابعة التطورات الحاصلة في انجازاتها الاقتصادية والمالية. فالبنك الدولي يعمل بشكل مكثف مع الحكومات إلى جانب الأفراد والمؤسسات الخاصة في الدول النامية. ويعود عمل البنك مع الحكومات لسببين هما:

١. طبقا لمواد اتفاقية البنك: يقوم البنك بإقراض الحكومات الأعضاء، أو الهيئات الضامنة لها.

٢. ثم إن الحكومات –عادة– توفيرالمزيد من المعلومات التي يحتاجها البنك لانجاز اعماله، علاوة على ارتباط قوانينها بعمليات البنك. و تشير تجربة البنك إلى أن التنميه الناجحة بحاجه إلى أن تتولى الحكومات و مجتمعاتها برامجها ومشاريعها بنفسها، لذا يقوم البنك بتشجيع هذه الحكومات على العمل، إلى جانب المنظمات غير الحكومية (NGOs)، لتعزيز مشاركة الأفراد في برامج التنمية، إضافة إلى مساهمة المشاريع الممولة من البنك.

أما بالنسبة للقطاع الخاص، فيقوم البنك بتشجيعه نظرا لوصفه المصدر الرئيس للنمو الاقتصادي من حيث خلق الوظائف والدخول العالية، وذلك من خلال تبني السياسات الاقتصادية المستقرة، وسلامة التمويل الحكومي والأشراف المتماسك...إلخ.

ب. **تقييم القروض:**

يتبنى البنك المعايير الرئيسة لتحديد نجاح المشاريع التي يدعمها أهمها:

- **ينبغي على المشروع أن يحقق على** الأقل ١٠٪ من العائد الاقتصادي، وهو –في الواقع– معدل أعلى بكثير من الحد الأدنى المطلوب من لدن العديد من المانحين الثنائيين التي تطلب معدل العائد ٥ – ٦ ٪.
- **ثم يقوم البنك بإعادة تقييم المشاريع الممولة من قبله بعد الانتهاء من سحوبات القروض،** حيث تقود عملية التقييم المذكورة تعزيز التدخل الداخلي والخارجي للبنك، وتعزيز شفافيته، وتقام عملية التقييم على مرحلتين:

المرحلة الأولى: إجراء تقييم لكل عملية كاملة، يتم من قبل موظفين مسئولون عن ذلك.

المرحلة الثانية: تقييم النموذج الممثل بالعمليات المنجزة بصورة مستقلة، ويتم ذلك من قبل قسم تقييم العمليات التابع للبنك (OED)، الذي يحكم على نتائج هذه العمليات واستمراريتها وآثارها التنموية.

ج. **متابعة الإقراض:**

يعد القرار المتعلق بإقراض الأموال للمشاريع أحد جوانب الحوار المكثف ما بين البنك الدولي والدولة العضو في إطار تشكيلة واسعة من قضايا التنمية، إذ ينبغي على الدول المقترضة – في نهاية الأمر– أن تقرر فيما إذا كان المشروع (البرنامج) جدير بدعم البنك. وبالرغم من أن الاقتراض هو جانب أساس لعمل البنك، إلا أن البنك يقوم بمهام أخرى مثل:

١. تقديم المساعدات الفنية للمشاريع: من خلال تقديم المشورة المرتبطة بمسائل الموازنه العامة، وتخصيص الموارد، وبناء المرافق الصحية، وإقامة البنى الارتكازية...إلخ.
٢. التدريب: من خلال معهد التنمية الاقتصادية، التابع للبنك حيث يتولى تدريب الأفراد من الدول المقترضة، لإعدادهم بشكل مناسب لإنجاز برامج التنمية.
٣. المراقبة: أي يقوم البنك بمراقبة المشاريع، ويحاول الاستفادة من أخطائها.

د. أسعار القروض:

تتسم أسعار قروض البنك بوصفها أكثر مؤاساه مقارنـة بـالقروض في الأسـواق العالمية، بالرغم من أن أحد مصادر تمويل البنك هي الأموال المستحصلة من أسواق رأس المال.

أما مرد هذا التناقض فيعود إلى الحقائق التالية:

- إن حملة أسهم البنك – الحكومات الأعضاء فيه– لا يحصلون على أية فائدة أو أرباح موزعة على مساهماتهم. ثم إن البنك يفرض على جميع مقترضيه نفس سعر الفائدة الذي يحدده عند الاقتراض.
- يستطيع البنك الاقتراض بأسعار مؤاتيه للغاية نظرا لأن الدائنين لديهم الضمان –أن تطلب ذلك– يتمثل بلزوم رأسماله القابل للأداء الوفاء بالإلتزأمات.
- إن أسعار الفائدة التي يقررها البنك، ليست مؤاتية كمـا تبـدو حتـى إذا مـا قورنـت بالأسعار المماثلة في أسواق الدولار الأوروبي، كما يتعين على مقترضي البنك سداد القروض بالعملات التي قدمها البنك لهـم، وبالتـالي فهـم – مـن الناحيـة الفعليـة– سيدفعون رسم فائدة خفي قد يكون كبيراً فيما إذا ارتفعـت القيمـة الخارجيـة لهـذه العملة، أو تلك التي تقوم بها القروض.

وعلى أية حال، **فأن قروض البنك تتسم بأسعار فائدة ثابتة، ولفترات طويلة نسبيا.**

هـ. إستراتيجية البنك الدولي لمساعدة الدول المثقلة بالديون:

وتتضمن ما يلي: –

أ. **زيادة الدعم المالي للتكييف الهيكلي.**

ب. **مضاعفة الحوار السياسي مع حكومات** الدول الأعضاء بغية تحديد التغيرات الهيكلية اللازم إجراؤها.

ج. الاستمرار في تمويل الاستثمار، وتوسيع الطاقات الانتاجية في الأقطار المدينة.

د. **مواصلة الجهود من أجل تخفيف الفقر**، وتخفيف أثر أزمة الدين والتكييف على أقل الأفراد دخلا، وحث المقرضين التجاريين والرسميين على تقديم الدعم الكافي للدول المدينة.

هذا وتشير البيانات الإحصائية إلى أن إجمالي الديون التي يدعمها البنك الـدولي للدول الأعضاء، بلغت ما يقارب نصف التـدفقات التنموية المتعـددة الأطـراف. ويـبين الجدول رقم (١٥) صورة واضحة لقروض البنك. إضـافة إلى ذلـك، فقـد عمـل البنـك بدور الحافز حينما اعتبرت تعهداته المالية بمثابة مؤشرات هامة للأطراف الدائنة الأخرى، على ثقته في جهود التكييف الـتي يتبناهـا البلـد المـدين، واحتمـالات أدائـه الاقتصـادي، وهكـذا ضـاعف البنـك جهـوده غـير الرسميـة، ومـن خـلال المجموعـات الاستشـارية (Advisory Groups)، واتحاد برن ونادي باريس، لتعريف المقرضين الثنائيين ومؤمني القروض ببرامج التكييف، وآفاق احتياجات التمويل في الدول المثقلة بالديون.

٧. الأنشطة الأخرى للبنك الدولي:

أ. دور البنك الدولي في حماية البيئة:

تعد حماية البيئة إحدى العناصر الرئيسة المستدامة. فمن خلال البيئة يمكـن تـوفير الموارد اللازمة للتنمية. ويقوم البنك بدعم المشاريع المرتبطة بحمايـة البيئـة مثـل التشـجير ومعالجة التلوث، ومكافحة الأمراض والاستثمار في المياه...إلخ. وذلك بغية حل مشاكل البيئة التي تـؤثر علـى الفقـر، مـن خـلال توسـيع الخطـط البيئيـة الوطنيـة، والسياسـات الاقتصادية الكفيلة بحماية الموارد الطبيعية، والتعاون مع شركائه من خلال تسـهيل البيئـة العـالمي (Global Environment Facility = GEF) الـذي يسـتهدف مواجهـة القضايا البيئية العالمية مثل تشقق طبقة الأوزون وغيرها.

ب. دور البنك الدولي في مشكلة الفقر:

١) تقديم برامج لتخطيط الأسر، من أجل تقليل معدل النمو السكاني للدول النامية –المقترضة– باعتبار أن من شأن ذلك تقويض النمو الاقتصادي.

٢) دعم مشاركة الأفراد الفقراء – وخاصة من النساء– في صنع القرار الاقتصادي، وفي تصميم وتنفيذ البرامج التنموية.

٣) دعم المؤسسات بغية رفع مقدرة البلداً النامية على إدارة برامج التنمية.

٤) دعم الإشراف الحكومي، ليكون الأكثر أنفتاحا وشفافية.

وتشير الإحصائيات إلى أن البنك الدولي أقرض حتى عام ١٩٩٦م أكثر من ٣٠٠ بليون دولار، للعديد من الدول الفقيرة التي استطاعت من خلال هذه البرامج – وبمساعدة المجتمع الدولي– من مضاعفة دخولها، وتخفيض معدل الولادات فيها، وزيادة عدد السنوات المتوقعة لحياة مواطنيها. أما الآن، فستتناول دراسة مجموعة البنك الدولي:

- **مؤسسة التنمية الدولية: (IDA)**

أنشئت هذه المؤسسة في عام ١٩٦٠م لتقديم المساعدات للدول الأعضاء الأكثر فقراً، (وهي التي يقل متوسط الدخل السنوي للفرد فيها عن ٧٩١ دولاراً)، بشروط مقبولة (من حيث آثارها على ميزان المدفوعات).

وتتاح العضوية في هذه المؤسسة لجميع الدول الأعضاء في البنك. أمّا الأموال التي تقدمها هذه المؤسسة، فعادة ما يطلق عليها بالاعتمادات (Credits) تمييزاً عن قروض (Loans) البنك الدولي.

– مصادر تمويل المؤسسة:

١. الاكتتاب.
٢. مساهة الدول الأعضاء الاكثر تقدماً.
٣. تحويلات البنك الدولي.

– مشروطية مؤسسة: IDA

١. تقدم الاعتمادات إلى الحكومات – الأعضاء– فقط ، وليس المشاريع الخاصة نظراً لارتباطها التام والمباشر بدور الحكومات في عملية التنمية الاقتصادية.
٢. تتسم بطول فترة سماح وهي ١٠ سنوات، تستحق لمدة لا تزيد عن سنة وبدون فوائد.
٣. سهولة المشروطية فبالإضافة إلى ما ذكر أعلاه، يمكن تسديد اعتمادات المؤسسة بالعملة المحلية للبلد للعضو.

- **معايير منح الاعتمادات:**
- **درجة الفقر**: حيث نقصر هذه الموارد على الدول الأعضاء الأكثر فقراً التي يصعب عليها الوصول إلى الأسواق المالية أو الأسواق التجارية الدولية.
- **معايير الأداء**: وهي اتخاذ الدولة المفترضة سياسات ناجحة.
- **جدوى المشاريع**: حيث يتم التركيز على المشروعات القادرة على تحقيق عوائد مالية عالية تجعلها أهلا باستخدام رأس المال الأجنبي -المؤسسة- في الوقت التي تعاني من ندرة شديد فيه.

- **شركة التمويل الدولية (IFC)**

أنشئت هذه الشركة في عام ١٩٥٦م بهدف مساعدة الدول الأقل نمواً، على تعزيز مسيرتها الإنمائية خلال دعم القطاع الخاص بالموارد المالية اللازمة.

وتشترط العضوية يباشر عضوية المقترض بالبنك الدولي، غير أن للشركة شخصية معنوية(أي منفصلة عن البنك مالياً ومرتبطة به إدارياً).

- السمات الأساسية لمساعدات الشركة:

١. تقوم على أساس المشاركة بالاستثمار مع القطاع الخاص من دول الفائض، أو البلد العضو المعني، أو مع الجهتين معاً.

٢. لاتتجاوز قيمة التمويل المقدم من الشركة نصف رأسالمال المطلوب للمشروع.

٣. وجود حد أدنى لمبلغ الاستثمار المقدم من الشركة للمشروع الواحد، وهو ١٠٠ ألف دولار أو ما يعادلها.

٤. أعطاء أولوية للمشاريع الصناعية بوصفها تساهم بشكل فاعل في التمنية الاقصادية.

٥. يحدد سعر الفائدة على مساعدات الشركة ضمن مفاوضات تجري بين الاطراف المعنية.

٦. اضافة إلى ماذكر تقوم الشركة بتزويد الحكومات – الأعضاء– بالأجرآت العملية لدعم جهود التنمية.

- **النشاط المشترك بين صندوق النقد وبالبنك الدوليين:**

عـزم كـل مـن صـندوق النقـد والبنـك الـدوليين التعـاون والاسـتجابة بمرونـة للمشكلات الشائكة التي تواجهها الدول المدينة. ولعل من إحدى أوجه التعـاون بينهمـا، مال يتعلق بترتيبات المؤازرة بالنسـبة للـدول متوسـطة الـدخل، وقـروض التصـحيحات الهيكلية بالنسبة للدول منخفضة الدخل المؤهلة، لتلقي التمويل من مؤسسة (IDA).

وقد أدت التطورات الحاصلة خلال العقدين المنصرمين إلى توسع قضايا التعاون بين الصندوق والبنك، بعد أن كانت صلاحية كل منهمـا منفصـلة عـن الأخـر، فالبنـك الدولي كان مسئولاً عن مضمون البرنامج الائتماني للـدول الناميـة – المدينـة- ومـدى ملاءمته، وعن تقييم المشاريع وتمكـن مسـئولية الصـندوق في أسـعار الصـرف والأنظمـة التقليديـة، بالإضـافة إلى تصـحيح الاخـتلالات المؤقتـة في مـوازين مـدفوعات الـدول الأعضاء، ودعمها على وضع لبرامج تثبيت اقتصادي وتقييمه أمـا في السـنوات الأخـيرة فقد برز الدور التحفيزي الذي تقوم به كل من هاتين المؤسستين في الحصول علـى تمويـل من مصادر الإقراض الخاصة والرسمية، وفي تلبيـة حاجـات الأعضـاء المسـاعدة الفنيـة، وهكذا ساعد توثيق التعاون بين المؤسستين البلدان المعنية على تغطية الفجوات في تمويـل ميزان المدفوعات على نطاق واسع.

وفي ضوء ذلك، كان من الطبيعي أن تتفق هاتان على أرضية مشتركة في التعاون مع الدول المدينة، ولعل من أبرزها وهو ما يطلق عليه بـ"المشروطية المتبادلة"، وهي الحـال التي يصبح بها قبول البلد المقترض لشروط الإقراض لدى إحدى المؤسستين شرطا مسبقا لتلقيه دعما ماليا من المؤسسة الأخرى (٢٥)،عندئذ سيتحول هذا التنسيق بين المؤسستين إلى ضغط مشترك بينهما على من طلب مساعدة إحداهما. وقد يؤدي ذلك إلى تقييد كبير لحرية عمل البلد العضو في وضع سياسته الاقتصادية وتنفيـذها، كمـا أنـه قـد يزيـد مـن تشعب المفاوضات ويؤخر إنجازها.

صندوق النقد العربي Arab Monetary Fund:(AMF)

أولا : نشأة الصندوق وأهم مهامه :

أهداف الصندوق :

يعد الصندوق منظمة إقليمية عربية تسعى لتحقيق مجموعة من الأهداف، وهي:

١. معالجة الاختلالات الحاصلة في موازين مدفوعات الدول الأعضاء.
٢. تحقيق الاستقرار في أسعار العملات العربية، وقابلية التحويل فيما بينها.
٣. العمل على تحرير وتنمية المبادلات والمدفوعات الجارية بين الدول الأعضاء.
٤. ارساء السياسات، وأساليب التعاون النقدي العربي، بما يحقق مزيداً من خطى التكامل الاقتصادي، ودفع عجلة التنمية الاقتصادية العربية لها.

٥. تطويرالأسواق المالية العربية، ودراسة سبل توسيع استعمال الدينار العربي الحسابي.
٦. وبالتالي إبراز المنظمة العربية للعالم، ككتلة نقدية موحدة تعطي لأعضائها قدرة أكبر على المساهمة، في تحديد نظام النقد الدولي، وتحمي مصالحها من التيارات الاقتصادية والنقدية العالمية.

تنظيم الصندوق :

يتكون الهيكل التنظيمي للصندوق من العناصر التالية:

أولاً: مجلس المحافظين: ويتكون من محافظ، ونائب للمحافظ، تيعنهما كل دولة عضو من أُعضاء الصندوق، وينتخب المجلس أحد المحافظين رئيساً له كل سنة بالتناوب. ويعد هذا المجلس بمثابة الجمعية العمومية للصندوق، وله جميع سلطات الإدارة، ويقوم المجلس بعقد اجتماع سنوي في النصف الأول من كل عام في دولة المقر أو خارجها. ويبلغ عدد المحافظين في المجلس حالياً عشرين محافظاً (مع نائب لكل منهم).

ثانياً: مجلس المديرين التنفيذيين: يتكون هذا المجلس من مدير عام الصندوق رئيساً له، وثمانية مديرين أعضاء غير متفرغين، ينتخبهم مجلس المحافظين من الدول الأعضاء، يعينون لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد. ويتولى الإشراف على نشاط الصندوق وتقديم المشورة.

ثالثاً: المدير العام والموظفون: يعين مجلس المحافظين مديراً عاما للصندوق لمدة خمس سنوات قابلة للتجديد، ويقوم مدير عام الصندوق برئاسة اجتماع مجلس المديرين التنفيذيين، ويعد الرئيس الأعلى لموظفي الصندوق والمسئول عن جميع أعماله، يساعده موظفون فنيون دائمون، ينتظمون في ست دوائر مختلفة النشاط.

علاوة على ذلك، يتضمن الهيكل التنظيمي لجنتان دائمتان هما لجنتا القروض والاستثمار المنصوص عليهما في اتفاقية الصندوق، كما يتضمن اللجنة الإدارية العليا.

رابعاً: تقوم سياسة الصندوق في منح القروض على عدة اعتبارات، منها ظروف صندوق المالية والبرامج التي يرسمها لقروضه ونشاطه المالي، ومدى حاجة العضو إلى القرض، علاوة على مقدرة العضو على الوفاء بالقروض في الميعاد المحدد، وفقا لنظام الإقراض المتبع للصندوق وبالاستعانة إلى مؤشرات محددة في هذا السياق مثل حجم الإقراض منسوباً إلى اكتتبا العضو المدفوع، ومدة القرض المطلوب، ودرجة نمو مبادلات العضو الاقتصادية مع بقية الدول العربية...إلخ.

وعادة ما يتفق الصندوق مع الدولة العضو في برنامج مالي لفترة زمنية يحددها مجلس المديرين التنفيذيين، بهدف اتخاذ إجراءات معينة لتخفيف أثر الخلل في ميزان المدفوعات، وصياغه يقوم بالتعاون مع العضو بمتابعة تنفيذ البرنامج المتفق عليه.

أنواع القروض:

تتكون القروض التي يقدمها الصندوق في الوقت الراهن من أربعة أنواع، تتسم جميعها بالتيسير، وتتفاوت أحجامها وشروط منحها وأجال استحقاقها، تبعا لتفاوت نوعية وأسباب الاختلالات التي تعاني منها الدول المؤهلة للاقتراض وهي:

النوع الأول: القرض التلقائي: (Automatic Loan) ويقدم بأجل لثالث سنوات في حدود لا تزيد عن ٧٥٪ من مقدار اكتتاب الدولة العضو في رأسمال الصندوق المدفوع بالعملات القابلة للتحويل.

النوع الثاني: القرض العادي (Ordinary Loan)، ويقدم عندما تزيد حاجة الدولة العضو لتمويل العجز الكلي في ميزان مدفوعاتها عن حدود القرض التلقائي. ويشترط للحصول عليه الاتفاق على برنامج تصحيح مالي يغطي فترة لا تقل عن سنة، يتولى الصندوق مراقبة تنفيذه، على لن لا يتجاوز نسبة ٢٢٥٪ من حجم الاكتتاب.

النوع الثالث: القرض الممتد (Expanded Loan)، ويقدم في الحالات التي تعاني فيها الدولة العضو من عجز كبير ومزمن في ميزان مدفوعاتها، ناجم عن خلل هيكلي في اقتصادها. وهو مشروط بتنفيذ برامج تصحيح مالي واقتصادي يغطي فترة سنتين على الأقل، على أن لا يتجاوز١٠٠٪ من حجم الاكتتاب.

١. القرض التعويضي ((Compensatory Loan وهو مخصص لمواجهة حالات العجز الطارئ في ميزان المدفوعات الناجمة عن هبوط في صادرات السلع والخدمات، أو الزيادة الكبيرة في الاستيرادات الزراعية، نتيجة سوء المحاصيل شريطة أن لا يتجاوز ١٠٠٪ من حجم الاكتتاب.

وبالإضافة إلى التسهيلات الرئيسة الأربعة أعلاه فقد قرر مجلس المديرين التنفيذيين للصندوق تأسيس تسهيل للتمويل قصير الأجل وذلك لتنشيط التبادل التجاري بين الدول العربية الأعضاء بفترة استحقاق أمدها أربع سنوات، وبفترة سماح أمدها سنتان ونصف، ومعدلات فائدة تتراوح ما بين٣٥, ٤-٨٥, ٥٪.

الأنشطة الأخرى للصندوق:

يضطلع صندوق النقد العربي بمجموعة من الأنشطة الأخرى غير الاقراضية، وذلك بغية تعزيز ضرورة على صعيد التعاون العربي النقد المالي، لعل من أهمها:

٢. النشاط الاستثماري: تتكون سياسة الصندوق في مجال الاستثمار من مجموعة المبادئ الواردة في اتفاقية إنشائه، والقرارات التي صدرت بهذا الشأن. فقد وضع مؤخراً مرجعاً موحداً للقوات العامة لسياسة استثمار أموال الصندوق. وفي عام م١٩٩٥ تم إسناد إدارة جزء من تلك الأموال المستثمرة إلى عدد من المؤسسات العربية والعالمية المتخصصة في إدارة المحافظة على المالية.

٤. مؤسسات التمويل الإقليمية

٤, ١ صندوق النقد العربي Arab Monetary Fund(AMF)

أبرمت اتفاقية إنشاء صندوق النقد العربي في نيسان ١٩٧٦م، ووضع موضع التنفيذ في نيسان ١٩٧٩م، بهدف مساعدة الدول العربية – الأعضاء- على مواجه العجز في موازين مدفوعاتها وصياغة أساليب التعاون العربي في المجالين النقدي والمالي، بما يحقق المزيد من خطى التكامل الاقتصادي العربي، وتعجيل حركة النمو الاقتصادي في هذه الدول.

أولاً: نشأة الصندوق وأهم مهامه:

وقد مر أنشاء الصندوق بمراحل عدة، استهلت بصدور قرار قيام السوق العربية المشتركة في آب ١٩٦٧، الذي المح إلى إنشاء صندوق نقد عربي، واتحاد مدفوعات عربي، لمعالجة تسوية المدفوعات بين الدول العربية، ومرورا باجتماع محافظي البنوك المركزية العربية في بغداد – شباط ١٩٧٥م، الذي أقر المبادئ السياسية لإنشاء الصندوق للعمل على تحقيق أهداف العون النقدي العربي، والتي صاغتها اللجة السباعية المنبثقة من ١٥ الاجتماع، وانتهاء باجتماع اللجنة المذكورة في نهاية عام ١٩٧٥م لمناقشة المشروع النهائي لاتفاقية الصندوق، ومن ثم التوقيع على هذه الاتفاقية في اجتماع الرباط الذي عقد خلال شهر نيسان ١٩٧٦م وحضره وزراء المال والاقتصاد العرب، وحدد مقره في مدينة أبي ظبي.

مجالات عمل الصندوق:

نصت اتفاقية إنشاء الصندوق على العديد من المجالات التي تندرج ضمن نطاق التعاون النقدي لعربي نشير الآن إلى أبرزها:

١. **تمويل العجز الكلي في موازين مدفوعات** الدول الأعضاء عن طريق تقديم قروض قصيرة ومتوسطة الأجل بشروط ميسرة.

- **النشاط التدريبي:**

ينظم الصندوق معهد السياسات الاقتصادية، ليتولى تقديم دورات تدريبية للعاملين في وزارات المال والاقتصاد والتخطيط، والبنوك المركزية، والمراكز الإحصائية في الدول الأعضاء، وذلك بالإضافة إلى جهوده في مجال الندوات والبحوث، وورش العمل التي تناولت موضوعات حيوية تهم واضعي ومنفذي السياسات الاقتصادية على السواء.

- **التعاون مع المنظمات العربية والإقليمية الدولية:**

دأب الصندوق إلى متابعة الجهود، ولتطوير وتوثيق روابط التعاون، والتنسيق مع منظمات العمل العربي المشترك الأخرى، والمنظمات الاقليمية والدولية (مثل صندوق النقد والبنك الدوليين)، التي تجمعه بها اهتمامات مشتركة بالصورة التي تساعده على تحقيق أهدافه.

- **برامج تمويل التجارة العربية:**

جاءت مبادرة الصندوق بإنشاء برامج تمويل التجارة العربية في عام ١٩٨٩م، بعد أن تأكدت الحاجة إلى الدول العربية ومؤسساتها المشتركة بضرورة قيام مؤسسة عربية مشتركة متخصصة في تمويل التجارة، وقد باشر البرنامج أعماله منذ عام ١٩٩١م ومقره أبو ظبي. ويهدف هذا البرنامج إلى الأسهم في تعزيز وتنمية المبادلات التجارية العربية البينية، وتعزيز القدرات الإنتاجية التنافسية للمنتج، والمصدر العربي من خلال حشد موارد الصندوق عبر خطوط انتمائي يقدمها إلى وكالاته الوطنية في الدول العربية، بتكلفة مناسبة، كما يسعى إلى توفير المعلومات للمصدرين والمستوردين في الدول العربية حوال أنشطة التجارة العربية، والمتعاملي فيها، وعن فرص الاستيراد والتصدير، وحتي نهاية عام ١٩٩٥م حوالي ١٦٣ خط ائتمان بقيمة إجمالية بلغت ٥١٣ ممليون دولار أمريكي.

الفصل الثالث

التمويل والهيكل المالي للمنشأة

المقدمة

التمويل من المهام الرئيسة الأولى من واجبات المدير المالي، فهو مجموعة من الممارسات التي يتم بموجبها الحصول على الأموال من مصادر مختلفة ومناسبة، لتوفير الاحتياجات المالية، واستخدامها بكفاءة وفاعلية عالية؛ و هذه المعاني ستحصل عليها تفصيلاً من خلال أربعة أقسام رئيسة بهذه الوحدة، حيث تبدأ بالتمويل الإداري الذي يحتوي على نظرية التمويل الإداري وأهميته، ووظائفه، والعائد على الاستثمار، ومصادر التمويل وتحديد الخطوات الأساسية للتمويل.

أما القسم الثاني فيوضح الهيكل العام للمنشاة، وفي القسم الثالث مصادر التمويل المتوسطة وطويل الأجل، ففيه تتم دراسه الأسهم العادية والممتازة، والسندات، والقروض، والأرباح المحتجزة، القسم الرابع والاخير يحتوي على العوامل المحددة لأنواع التمويل.

١. التمويل الإداري

ماهية وظيفة التمويل الإداري:

يهتم المدير المالي بالعديد من المهام، وتأتى عملية التمويل في طليعة هذه المهام التي تنطوى على مجموعة من الممارسات التي من شأنها الحصول على الأموال من مصادر مختلفة ومناسبة، والإستفادة القصوى من هذه الأصول، بحيث تتحقق من جراء ذلك درجة عالية من الكفاءة في استخدام هذه الأموال، وبهذا المفهوم يمكن **النظر إلى التمويل كعملية على أنها مجموعتان من الممارسات:**

المجموعة الأولى:

تشتمل على الممارسات التي تقود إلى توفير الاحتياجات المالية اللازمة للمنشأة.

المجموعة الثانية:

وهي تلك التي تهتم بحسن استخدام هذه الأموال، وتحقيق مثالية مرتفعة.

وفي هذا السياق يمكن التمييز بين نوعين من التمويل حسب التطور الزمني للمشروع، وانتقاله من طور الفكرة إلى طور الواقع الفعلي وهما:

- **تمويل الإنشاء والظهور:**

يهتم هذا النوع من التمويل تحويل فكرة المشروع إلى واقع فعلى، وتركز وظيفة التمويل هنا على توفير الأموال اللازمة لقيام المشروع، وتزويده بأساسيات قيامه من أراضي ومباني وآلات، ومعدات، ورأس مال التشغيل.

- **تمويل البقاء والإستمرار:**

هذا النوع يتم من أجل الحفاظ على استمرارية حياة المشروع، وبقائه في موقع تنافسي جيد، في بيئة المنشآت الأخرى، وتتجسد ممارسات هذا النشاط هنا في تشغيل الأموال في شراء مواد خام، ومستلزمات إنتاج أخرى، وتأمين العمالة اللازمة، ومتابعة النشاط الإنتاجى للحصول على المنتج النهائي وتسويقه، ومن ثم الحصول على التدفقات النقدية الواردة Cash in flows.

وبالإضافة إلى هذين النوعين من التمويل استناداً إلى التطور الزمني للمشروع، **يمكن التمييز أيضاً بين نوعين رئيسين من حيث ملكية المنشأة وهما:**

- **التمويل العام:**

الذي يشتمل على تأمين الأموال وحسن إنفاقها في منظمات ومؤسسات القطاع العام.

- **التمويل الخاص:**

الذي يتناول تأمين الأموال وحسن استخدامها في المنظمات والمؤسسات الفردية.

ولقد ظهرت عدة إتجاهات وآراء تناولت موضوع **تعريف وظيفة التمويل يمكن إيرادها على النحو التالي:**

- **تعريف وظيفة التمويل إستناداً إلى مهام المدير المالي:**

يرى أصحاب هذا الاتجاه، بأن التمويل هو جملة الممارسات والمهام التي يقوم بها المدير المالي في المنشأة. غير ان هذا التعريف لا يتصف بالدقة نظراً لأن مسئوليات المدير المالي تختلف بشكل واضح من منشأة لأخرى، فهناك بعض المهام الخاصة بالتمويل، قد تتم خارج نطاق مهام المدير المالي مثل مسئولية اتخاذ القرارات التمويلية الرئيسة في المنشأة، والتي تكون عادة من مهام ومسئوليات الإدارة العليا، علاوة على ذلك فإن المدير المالي يمارس العديد من المهام، والأعمال التي لا تصنف بإعتبارها عملية تمويلية حتى ولو ان لهذه الأعمال طابعاً مالياً.

- **تعريف وظيفة التمويل بإعتبارها العمليات المتصلة بإدارة النقدية:**

إنطلاقاً من ان أى عمل تجاري يتطلب استخداماً للنقدية. غير أن هذا التعريف قاصرٌ لأن العمليات التي تجرى في المنشأة، هي ذات طابع أشمل ،وأعم، من ان تقتصر على إدارة النقدية، مع العلم أن ثمة قضايا إدارية ذات طابع مالي دون أن تمس النقدية، فقد يتم الاقتراض لغرض سداد دين ما. وذلك من خلال الطلب من المصرف بتسديد القرض إلى حساب أحد المقرضين أو الدائنين. إن هذه العملية هي عملية مالية وإدارية لكن ليس لها أي أثر على النقدية في المنشأة. كما إن الائتمان التجاري هو أحد العمليات المالية، مع أنها لا تتصل بالنقدية بشكل مباشر.

- **تعريف وظيفة التمويل بالتركيزعلى القرارات المالية:**

يمثل هذا الرأى الاتجاه الحديث في دراسة التمويل وشتمل القرارات الخاصة بالحصول على الأموال واستخدامها، ويتناول أيضاً الطريقة التي يمكن استخدامها لتقرير ما إذا كان هناك حاجة للتوسع، أو الإبقاء على الوضع الحالي، ونحن نميل إلى الاتجاه الحديث في تعريف التمويل، ونرى أنه نشاط متشابك مع الأنشطة الأخرى، كالإنتاج والتسويق، ويتناول تحديد مصادر التمويل، وتأمين الأموال بأقل كلفة ممكنة، ومن مزيج أمثل وتوجيه استخدامها بشكل ريعى.

١,١ أهمية وظيفة التمويل

تأتى أهمية التمويل من الحاجة إلى الأموال، فتزداد أهميـة وظيفـة التمويـل بزيـادة الحاجة إلى المال وتنقص بنقصان هذه الحاجة.

ويرجـع التمويـل في أصـله سـواء كـان عامـاً أم خاصـاً إلى الحاجـة الاقتصـادية للسـلع والخدمات، فمع زيادة الحاجة إلى السـلع، والحاجـة إلى المبادلـة، تـزداد أهميـة التمويـل، وتنقص أهميته في مجتمع لا يتسم بالمبادلة، بل يتم اشـباع الحاجـات الاقتصـادية بوسـاطة الانتاج المباشر وبالاعتماد على استغلال العمل للموارد الاقتصادية.

ومع انخفاض أهمية المبادلة Trade-off في مثل هـذه المجتمعـات، تـنخفض أهميـة تـوفر رأس المـال المسـتخدم في الإنتـاج، ولاشـك أن تقسـيم العمـل، ومبادلـة الفـائض الشخصي، هما اللذان أكسبا المال-باعتبـاره وسـيلة للتبـادل- أهميـة خاصـة وإزدادات بالتالى أهمية التمويل.

نستخلص أن أهمية التمويل تظهر مـن خـلال أهميـة وضـرورة تـوفر رأس المـال اللازم للعمليات والأنشطة الإنتاجية والتسويقية و... سواء كانت هذه العمليـات تتسـم بطابع مرحلي أو بطابع موسمي، أو كانت تتسم بطابع إستراتيجى طويـل الأمـد، تتعلـق بتواجد المنشـأة الاقتصـادية في سـاحة المنافسـة، أو الصـراع مـن أجـل البقـاء، أو بطـابع مرحلي.

وفي سياق الحديث عن أهمية التمويل لابد من الاعتراف بأهميـة الادخـار، كأحـد المصادر الأساسية للتمويل الذي ينجم عن الدخل، فمع زيـادة الـدخل، يمكـن أن يـزداد القسط القابل للادخار وبالتالي يزداد مصدر التمويل.

١,٢ نظرية التمويل الإدارى

تعتمد نظرية التمويل على النظريات الاقتصادية Economic Theories، وعلى أساليب التحليـل الاقتصـادى الكلـى والجزئـى Macro-and Micro economics، ولقد عرفت خلال مراحل تطورها الأطوار التالية:

- **نظرية الإنتاج: Production Theory:**

ترى نظرية الإنتاج (الثمن) بذورها في النظرية الاقتصادية لدراسة سلوك المشـروع، وأن المشروع رشيد وهو يسعى من خلال تصرفه إلى تعظيم الربح، وهـي تهـتم بالبحـث عن المبادئ التي تحقق أكبر ربحية ممكنـة للمشـروع، وذلـك مـن خـلال اسـتخدام المـزيج الأمثل من عوامل الإنتاج المستخدمة، أما هذا الاستخدام الأمثل فهو نـاجم عـن إختيـار المشروع حجماً معيناً من الإنتاج، والاستمرار في زيادة هذا الإنتاج إلى النقطة التي تتعادل فيها التكلفة الحدية مع الإيراد الحدى، والتي تحقق أكبر ربح ممكن، أمـا إذا زادت التكلفـة الحدية عن الإيراد الحدى الناجم عن زيادة الإنتاج حجماً إضافياً، فإن ذلـك سـيؤدي إلى تقليل الربح.

وفي هـذه النظريـة يـتم اسـتبدال اسـتخدام الإنتـاج الأنسـب بالاسـتثمارالأمثل، وتستخدم التكلفة الحدية للأموال بدلاً من التكلفة الحدية للإنتـاج، ويسـتخدم العائـد أو الكفاءة الحدية للاستثمار بدلاً من الإيراد الحدى للإنتاج أو المبيعات.

- **نظرية المنشأة: Company Theory**

تقوم نظرية المنشأة على أساس البحث عن تحسـين العلاقـة بـين الإيـراد والتكلفـة، لمصلحة الإيراد الناجم عن دخول أموال إضافية للمنشـأة، وهـذا يشـير إلى زيـادة معـدل الأرباح، وبالتالى فإن من مصلحة المنشأة البحث عن المصدر المناسب للتمويل الذي يمكن أن تتحقق من خلاله العلاقة السابقة، أي الإيراد الأكبر مـن التكلفـة. إن مقارنـة الإيـراد الحدي Marginal Revenue أو الزائد والنفقـة الحديـة Marginal Cost في نظريـة التمويل تكون قاصرة على النواحى المالية، فالإيراد المتوقع من الاستخدام، يستبعد جميـع التكاليف، ما عدا تكاليف التمويل والاستهلاك، ويقـارن هـذا الإيـراد بالمـدفوعات الـتي يجب سدادها لمصدر الأموال، وبكل بساطة يكون من المريح زيادة الاستخدام، أي إضافة أصول أو زيادة الاستثمار، إذا كان الإيراد المتوقع من هذه الأصول الجديدة ينتظـر زيـادة عن التكلفة اللازمة لمكافأة المصادر الإضافية، أي الإضافة إلى الخصوم، ورأس المال.

ولكن عملية الإضافة إلى الأصول هذه لا تكون مربحة بشكل غير محدود ولهذا تقتضي مصلحة المنشأة التوسع إلى الحد الذي تتساوى فيه تكلفة التمويل الحدية، مع الإيراد الحدى للتمويل، أو ما يمكن تسميته وفق هذه النظرية بالكفاءة الحدية للاستثمار، على هذا فإن القرار بإضافة أصل ما للمنشأة، يتم من خلال مقارنة تكلفة التمويل الحدية مع العائد المتوقع من هذ الأصل.

ومن الواضح أنه وفق هذه النظرية، يمكن للمشروع استخدام أمواله في الحصول على الأصول المختلفة، كما تتمكن المنشأة من تأمين احتياجاتها المالية من مصادر متعددة، منها ماهو داخلى على شكل أرباح محتجزة، ومنها ما هو خارجي كالقروض والسندات، وتتمكن المنشأة أيضاً من حساب العائد على الاستثمار الإضافي.

٣,١ العائد على الاستثمار Return on Investment

يعتبر العائد على الاستثمار من أهم المؤشرات المستخدمة في قياس ربحية الأموال المستخدمة في المنشأة على شكل أصول وموجودات مختلفة، فهو يقيس قدرة المنشأة على استغلال موجوداتها من خلال العوائد الناجمة عن نشاطها. ويقصد بالعوائد هنا الأرباح الصافية بعد اقتطاع النفقات المختلفة والضرائب.

أما الأصول فهي تتضمن الأصول الثابتة والمتداولة على حد سواء.

ويعتبر المعدل المرتفع للعائد على الاستثمار في مصلحة المنشأة ويعكس بالتالي أداء جيد ومتميز للإدارة، أما المعدل المنخفض، فيدل على عدم قدرة الإدارة على تحقيق عوائد جيدة من خلال ما يتاح لها من إمكانات مالية.

ومن خلال النظرة إلى العلاقة السابقة يتبين:

- أن هذا المؤشر يعطى وزناً هاماً لرأس المال المستخدم في المنشأة على شكل اصول متنوعة.
- ماهي مقدار العوائد الناجمة عن هذه الأصول.
- إمكانية تطبيق هذا المؤشرعلى المشاريع على اختلاف أنواعها، ويمكن تطبيقه على أقسام مختلفة في المشروع الواحد.
- يساعد هذا المؤشرعلى اختيار مصدر التمويل المناسب، وذلك على أساس الاعتماد على المصدر الذي يزيد من العائد على الاستثمار.
- يساعد في اختيار اسلوب التمويل المناسب، فعندما يكون معدل العائد على الاستثمار مرتفعاً مع افتراض المخاطرة المتدنية، فإن الاعتماد على الاقتراض قد يكون مفضلاً أكثر من الاعتماد على الأسهم، أما في الحالة المعاكسة فإن اللجوء إلى طرح الأسهم قد يكون مجدياً أكثر.

أما حساب العائد على الاستثمار فيكون بإحدى الطريقتين التاليتين:

- **الطريقة المباشرة:**

تعتمد على نسبة الأرباح الصافية إلى الأصول المستخدمة بعد اقتطاع استهلاك الأصول الثابتة:

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي مجموع الأصول}} \times 100$$

- **الطريقة الثانية:**

تحلل النسبة السابقة إلى نسبتين وتقوم على ضرب النسبة الاولى وهي معدل دوران الأصول في النسبة الثانية والتي يطلق عليها نسبة هامش الربح.

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي مجموع الأصول}} \times \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}} \times 100$$

فإذا ارتفعت المبيعات وارتفع الربح، فإن ذلك يساعد على زيادة العائد على الاستثمار، وحتى إن ارتفاع صافي مجموع الأصول بنسبة أقل من نسبة الزيادة في صافي

المبيعات، فإن ذلك يساهم في زيادة العائد على الاستثمار، كما أن انخفاض صافي مجموع الأصول يمكن أن يزيد من العائد على الاستثمار، ويمكن أن تتعرض المبيعات إلى الانخفاض، لكن إنخفاض هذه المبيعات بنسبة أقل من الانخفاض الحاصل في صافي مجموع الأصول، سوف لن يؤدي إلى تخفيض العائد على الاستثمار بل إن ذلك في مصلحة المنشأة.

ومن أجل توضيح كيفية حساب العائد على الاستثمار نسوق المثال التالي:

توفرت لدينا البيانات التالية عن المنشآت الاقتصادية أ ، ب ، ج

المطلوب حساب العائد على الاستثمار وتوضيح النتائج.

البيان	منشأة أ	منشأة ب	منشأة ج
المبيعات	١٥٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠
تكلفة المبيعات	٧٠٠٠٠٠	٧٠٠٠٠٠	٧٠٠٠٠٠
مجمل الربح	٨٠٠٠٠٠	٨٠٠٠٠٠	٨٠٠٠٠٠
الفوائد ٨٪	٠	٢٤٠٠٠	٤٨٠٠٠
صافي الربح قبل الضريبة	٨٠٠٠٠٠	٧٧٦٠٠٠	٧٥٢٠٠٠
الضرائب٢٠٪	١٦٠٠٠٠	١٥٥٢٠٠	١٥٠٤٠٠
صافي الربح بعد الضريبة	٦٤٠٠٠٠	٦٢٠٨٠٠	٦٠١٦٠٠
الأصول	٦٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠٠
مجموع الديون	٠	٣٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠٠
صافي حق الملكية	٦٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠٠	-

الحل:

بعد أن يتم حساب الفوائد على الديون في المنشأة ب والمنشأة ج واحتساب الضريبة يمكن تطبيق قانون معدل العائد على الاستثمار.

العائد على الاستثمار في المنشأة أ = $\frac{٦٤٠٠٠٠}{٦٠٠٠٠٠}$ x ١٠٠ = ١,٦٪

العائد على الاستثمار في المنشأة ب = ٦٢٠٨٠٠ x ١٠٠ = ٣,١٪
٦٠٠٠٠٠

العائد على الاستثمار في المنشأة ج = ٦٠١٦٠٠ x ١٠٠ = ٢,١٪
٦٠٠٠٠٠

من الملاحظ أن معدل العائد على الاستثمار في المنشأة أ هو افضل منه في المنشـأة ب والمنشأة ج، ويعود السبب في ذلك إلى دفع المنشأة ب والمنشأة ج فوائد علـى الأمـوال التي تم اقتراضها.

أما إذا تم احتساب العائد على الاستثمار للأموال المملوكة، فيجـب اقتطـاع الـديون مـن قيمة الأصول، ويمكن أن تظهر النتيجة على الشكل التالي:

العائد على الاستثمار في المنشأة أ = ٦,١٪

العائد على الاستثمار في المنشأة ب = ٦٢٠٨٠٠ x ١٠٠ = ٦,٢٪
٣٠٠٠٠٠

العائد على الاستثمار في المنشأة ج = ٦٠١٦٠٠ x ١٠٠ عدم تعيين
٠

ومن الملاحظ أن العائد على الاستثمار من الأمـوال المملوكـة هـو أكـبر في المنشـأة (ب) منها في المنشأة أ وذلك لاعتماد المنشأة ب على الاقتراض والمتـاجرة بملكيـة الغـير، وتعتبر الإدارة ناجحة إذا إستطاعت ان تحرك العناصر التي تـؤثر في معادلـة العائـد علـى الاستثمار بشكل يساعد على زيادة الاستثمار بشكل يفوق التكـاليف الـتي تتكبـدها مـن جراء المتاجرة بملكية الغير، وهي التي تتعلق بتكلفة الاستدانة.

إن المثال السابق يوضح أن العائد على الاستثمار، هو بمثابة معيار تسعى الإدارة إلى تحقيقه، وهذا يساعدها أيضاً في ممارسة نشاطها التخطيطى والرقابي، وبالتالي يمكن القول بأنه أداة تخطيط ورقابة، أو أداة ادارية مّهمة.

وعند استخدام العائد على الاستثمار كأداة لقياس الأداء، فإنه يمكن من الحكم بشكل موضوعي أكثر على كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح، لأن الربح قد لا يكون قادراً على إعطاء الصورة الحقيقية عن الأداء.

فإذا كان مقدار الربح في منشأة ما ٢٠٠٠٠٠٠٠ جنيه، فهو ولاشك للوهلة الأولى مبلغ جيد، وهو أفضل من أرباح منشأة ثانية والبالغة ٢٠٠٠٠٠٠، ولكن إذا كانت الأصول المستخدمة في المنشأة الأولى ١٠٠٠٠٠٠٠٠ جنيه، فان العائد على الاستثمار ٢/ ١٠ أو ١/ ٥، وإذا كانت الأصول في المنشأة الثانية ٦٠٠٠٠٠٠ جنيه، فان العائد على الاستثمار يبلغ ٢/ ٦ أو ١/ ٣ وهو أفضل من ١/ ٥.

غير أن العائد على الاستثمار، وبرغم أهميته كمقياس للأداء في المنشأة، فإنه يتوقف على الطرق المحاسبية التي أعدت بها الحسابات والبيانات المالية في المنشآت، وبالتالي قد لا يمكن من المقارنة بين المنشآت، هذا مع العلم أن تقلب قيمة النقود تحد أيضاً من قيمة وأهمية العائد على الاستثمار، لأنه وإن أظهر تطوراً من فترة لأخرى، فإن هذا لا يعني دائماً أن أداء المنشأة قد تحسن، لأن قيمة النقود تتناقص مع الزمن، وهذا ما لا يستطيع العائد على الاستثمار إظهاره.

وفي الوقت الذي يفيد العائد على الاستثمار في الحد من الطموح غير الحذر لدى بعض المديرين، فإنه لا يُمكّن من الحكم الدقيق على أداء هؤلاء، لأن بعض القرارات الإدارية التي قد تكبد المنشأة تكاليف اضافية في الوقت الحالي، والتي تنقص من العائد على الاستثمار، فإن آثارها الإيجابية تظهر بعد فترة زمنية قد تكون طويلة نسبياً، وبالتالى فإن الحكم في هذه المرحلة على كفاءة الإدارة لم يكن دقيقاً.

وبالرغم من هذه التحفظات على العائد على الاستثمار، فإنه ولاشك مقياس جيد للأداء، يمكن أن تسترشد به الإدارة، ويمكنه أن يحكم بشكل أفضل، إذا إستخدم مع غيره من المعايير والمؤشرات الأخرى.

١,٤ خطوات التمويل الأساسية

إن تنفيذ وظيفة التمويل يختلف من منشأة لأخرى، وفقاً لاعتبارات كثيرة، منها الحجم وطبيعة النشاط والبيئة وغيرها، وهذا يعني أنه من الصعوبة وضع خطوات موحدة ونموذجية لكل المنشآت، لكن على الرغم من هذه الصعوبة، فإن الخطوات التالية يمكن أن تكون نمطية إلى حد بعيد:

- **التعرف على الاحتياجات المالية للمنشأة:**

لعل من أكثر أسباب فشل المشروعات الاقتصادية شيوعاً، هو تخطيط المشروع على أساس رأس المال الحالي الموجود لدى أصحاب المشروع، وهذا لا يعتبر سبباً في فشل المشروعات الاقتصادية فحسب، بل يعتبر أيضاً أحد أشكال التمويل الخطأ للمشروعات التي يقوم بها المؤسسون، ولهذا فإن على المنشأة أن تتعرف بشكل مستمر على الاحتياجات المالية في الفترة الحالية والفترة المستقبلية القريبة منها والبعيدة، بعد ذلك يجب ترتيب هذه الاحتياجات وفق أولويتها وأهميتها. لكى يتم النظر فيما هو متوفر فيها، وهذا الأمر يتطلب من المخطط المالي أن يضع خطة مالية تتسم بالمرونة وإمكانية التغيير.

وعند تأسيس أى مشروع فإنه لابد من تحديد متطلبات المشروع من أصول رأسمالية ضمن قائمة، تحتوى على الأصول الثابتة كالأراضى، والمبانى، والآلات، ووسائل النقل، والأثاث، وغير ذلك، وهنا لابد من دراسة المشاريع الأخرى المماثلة للاستفادة من تجربتها ومن البضائع الصادرة عن المحاسبين، وعن المصارف المتخصصة بالاستثمار.

إن التعرف على الاحتياجات لا يتم فقط عند التأسيس وبداية عمل المشروع فحسب، وإنما يستمر أيضاً طالما أن هناك مستجدات يخضع لها المشروع بإستمرار، ولابد من دراسة ما تحتاجه المنشأة من أموال في كل مرة لتغطية هذه الاحتياجات.

- **تحديد حجم الأموال المطلوبة:**

بعد أن يتم التعرف على الاحتياجات المالية، تبدأ عملية تحديد كمية الأموال المطلوبة لتغطية هذه الاحتياجات، وهذه الخطوة ليست سهلة، لأنه من الصعوبة تقدير كمية الأموال بشكل دقيق، فقد يتم تقديرها دون المستوى أو اقل من المستوى المطلوب، ولهذا لابد من تحديد حدين لتمويل أى صفقة أو عملية هما الحد الأعلى والحد الأدنى، ومحاولة الالتزام بهذين الحدين بالاستناد إلى حساب تكلفة الأصول الرأسمالية، وتحديد رأس المال العامل والنفقات الأخرى الضرورية.

- **تحديد شكل التمويل المرغوب:**

قد تلجأ المنشأة إلى الاعتماد على القروض، أو إلى إصدار بعض الأسهم والسندات، وعادة ما يتم تمويل الأنشطة الموسمية بقروض موسمية ذات دفعات موسمية، وتجدر الإشارة إلى ضرورة عدم الإسراف في إصدار السندات أو الأسهم، لأن ذلك يرتب التزامات معينة على المنشأة، وهذا حال القروض أيضاً، ولهذا تأتي ضرورة التناسب بين مدة التمويل وأسلوب التمويل.

وضع برنامج زمنى للاحتياجات المالية:

بعد أن يتم تحديد الاحتياجات ومقدارها، وشكل التمويل، فإنه من المفضل أن يتم وضع خطة أو جدول زمني من أجل تدفق هذه الأموال لكى لا تتكبد المنشأة تكاليف الأموال التي ستكون ضرورية في مرحلة زمنية قادمة، وأثناء وضع الجدول الزمني لابد من الأخذ بالاعتبار المدة التي يحتاجها الممول، لكى يلبى طلبات التمويل المقدمة من قبل المنشأة.

- **وضع وتطوير الخطة التمويلية:**

تتضمن الخطة التمويلية النشاطات التي ستنفق بها الأموال، والعائدات المتوقعة منها، بالاضافة إلى الضمانات التي تساعد في الحصول على الأموال اللازمة، وتجنب المشاكل المتعلقة بالسداد وأن هذه الخطة تبين أيضاً مقدار التدفقات الداخلة والخارجة الشيء الذي يطمئن المقرضين على منح أموالهم، عندما يعلمون مواعيد استردادها.

- **تنفيذ الخطة التمويلية والرقابة عليها وتقييمها:**

أن تنفيذ الخطة يتطلب أن تكون موضوعة بشكل جيد، قابل للتطبيق، كما يتطلب المتابعة المستمرة، وتصحيح الانحرافات الناجمة عن التنفيذ الخطأ أو أسباب أخرى، ولاشك أن الخطة التمويلية يمكن أن تتقادم. لهذا لابد من العمل على تحديثها وتعديلها وفق المتطلبات الحديثة.

١,٥ مصادر التمويل Financial Sources

ثمة أنواع مختلفة للتمويل، وسوف نتناولها من خلال المعيار الزمني في تقسيمها ولذلك فهي تقسم إلى:

أولاً: التمويل قصير الأجل: Current-term Financial

تمتد فترة هذا النوع إلى سنة أو اقل، وهو ضروري لتأمين جزء كبير من الموجودات المتداولة للمنشأة.

يتميز هذا النوع من التمويل بالسهولة، حيث يتم الحصول عليه بسهولة نتيجة وجود منشآت توظف اموالها في هذا المجال، أما مصادر التمويل قصيرة الأجل فهي:

أ. **الائتمان التجاري** Trade credit

يتمثل الائتمان التجاري في المبيعات أو البضائع التي يمكن أن تحصل عليها المنشأة دون الحاجة إلى دفع قيمتها نقداً، وهذا الائتمان يكون غالباً للبضائع وليس للآلات أو الأصول الثابتة، ويتوقف منحه على عدد من العوامل الشخصية، مثل مركز البائع المالي، ورغبته في التخلص من مخزونه السلعى، وعلى عدد من العوامل الناجمة عن حالة التجارة والمنافسة مثل، طبيعة السلعة المباعة وغالباً ما يتم منح الائتمان في سلع تتميز بطلب كبير، **أو عندما تزداد المنافسة في السوق وحسب الحالة التجارية،**

ومن أنواع الائتمان التجاري:

١. الحساب الجارى (المفتوح).
٢. أورق الدفع.
٣. السفتجة.

ب. الائتمان المصرفي: Bank credit

يعد هذا النوع من الائتمـان مـن الوسـائل المهمـة في التمويـل القصـير الأجـل، ويتميز هذا النوع من الائتمان بأنه:

- أقل تكلفة من الائتمان التجاري في حالات عدم الاستفادة من الخصم النقدى.
- يمكن اعتباره مصدر لتمويل الأصول الثابتة أيضاً.
- هو أكثر مرونة من الائتمان التجاري، لأن المصرف يدفع القرض على شكل نقد بينما الائتمان التجاري يتم الحصول على بضاعة.

ويمكن أن تكون القروض المصرفية على شكل قروض غير مضمونة مثل:

- الاعتماد المفتوح Open credit.
- القرض المتجدد (الدورى).
- القروض الخاصة بعملية معينة.

وعلى شكل قروض مضمونة بأحد الأشكال التالية:

- **القرض المضمون بضمان شخص آخر.**
- **القرض المكفول بضمان اصل معين** مثل حسابات العملاء المدينة وأوراق القبض أو الأوراق المالية الأخرى أو البضائع.

ثانياً: التمويل متوسط الأجل: Intermediate term Financing

عادة ما تكون استحقاقات التمويل متوسط الأجل من سنة إلى عشر سـنوات، وقـد تكون ممتدة بين سنة وخمس سنوات، أو سنة وسبع سـنوات، وهـي واقعـة بـين التمويـل طويل وقصير الأجل، وعندما يبدأ التمويل طويل الأجل لفترة تزيد عن خمـس سـنوات، معنى ذلك أن التمويل المتوسط الأجل يمتد إلى خمس سنوات فقط.

وتعتبر شركات التأمين والمستثمرين القانونيين، والبنوك من أهم المصادر لهذا النوع من التمويل.

- **التمويل بقروض مباشرة متوسطة الأجل: Term Loans Financing**

تمنح مثل هذه القروض من قبل البنوك وشركات التأمين، ويتم سدادها على مدار عدد سنوات القروض، وتسمى أقساط خدمة هذه القروض باسم مدفوعات الإحلال Amatiration Payments، وعادة ما يكون المقرض مكفول بضمان معين ويتم سداده على دفعات من أجل حماية كل من المقرض والمقترض من خطر الإنقطاع المفاجئ للمدين عن التسديد لأسباب مالية.

ولتحديد طريقة تسديد الدفعات المستحقة والفوائد المترتبة على القرض، **يمكن الاعتماد على مفاهيم القيمة الحالية كما هو موضح في المثال التإلى:**

مثال: اقترضت إحدى المنشآت مبلغ ١٠٠٠٠٠٠ جنيه، يتم سدادها على أقساط متساوية خلال ٧ سنوات بفائدة قدرها ٨٪.

فيتم حساب القسط المترتب على فوائد القرض من خلال العلاقة:

$$ك = \frac{ق\ ح}{م\ ح}$$

حيث ك: قيمة الدفعة سنوياً.

ق ح: القيمة الحالية للقرض.

م ح: معامل الفائدة في جداول القيمة الحالية.

$$ك = \frac{١٠٠٠٠٠٠}{٥,٢٠٦}$$ = ١٩٢٠٨٦ قيمة الدفعة السنوية الواجبة السداد.

إن التمويل بالقروض متوسطة الأجل يتيح للمقرض والمقترض إمكانية التفاوض والإتفاق المباشر، وهو بذلك يتميز بالمرونة، كما يتيح أيضاً إمكانية حصول المقرض على إمتيازات تؤهله من شراء الأسهم العادية.

أما شروط الحماية المتعلقة بهذا النوع من القروض، فيمكن تقسيمها كما يلي:

- **الشروط العامة:**

تهدف هذه الشروط إلى المحافظة على الوضع المالي للمنشأة وقدرتها على السداد، فهي متعلقة برأس المال وتمثل:

أ. تحديد ديون المنشأة تجاه الآخرين.

ب. تحديد الحد الأدنى للرصيد النقدى الواجب الإبقاء عليه في المصرف طوال مدة القرض.

ج. تحديد كيفية التصرف بالقرض، كأن يتم مثلاً تحديد المبلغ الذي يخصص لشراء الآلات والمعدات.

- **الشروط المشتركة:**

تتمثل هذه الشروط في:

أ. **إعداد القوائم المالية** كالميزانية العمومية، وحساب النتائج، وتقديمها للمصرف.

ب. **تحديد المبالغ التي يمكن للمنشأة استخدامها** في استئجار الموجودات الثابتة.

- **الشروط الخاصة:**

تذكر هذه الشروط في عقود الأقراض الخاصة، ويتطلب من خلالها المصرف:

أ. ضرورة التأمين على حياة بعض العمال في المنشأة.

ب. تحديد الكيفية التي يسمح من خلالها للمقترض توظيف هذه الأموال.

ج. إلى أن يحين موعد تسديد القرض، يشترط المصرف أن يبقى بعض الأشخاص في المنشأة لقناعة المصرف بأن مثل هؤلاء يستطيعون تسيير العملية الإدارية والمالية بشكل يسمح بسداد القرض الممنوح.

- **التمويل باستئجار عناصر الموجودات: Lease Financing**

كان ظهور هذا النوع من التمويل في الولايات المتحدة الأمريكية في عام ١٩٥٢م، ثم شاع استخدامه في الستينات في أوروبا.يشمل هذا النوع من التمويل الحصول على المال على شكل اصل لازم في المنشأة، مقابل دفع قسط استئجار، وبموجب هذا النوع من

التمويل لا يحتاج المستأجر الا لدفع قسطٍ شـهري أو سـنوياً يـتم الاتفـاق عليـه في عقـد الايجار، ليتمكن من الحصول على هذا الأصل الذي غالباً ما يكـون مرتفـع القيمـة، قـد يصعب على المستأجر وضع هذا المبلغ، وغالباً ما يتم الاتفـاق في عقـد الاسـتئجار علـى التمديد أو الإلغاء.

أما أشكال هذا النوع من التمويل فيمكن أن تكون كما يلى:

- **الاستئجار التشغيلى: ويسمى أيضاً استئجار الخدمة Service Leases**

يتم بموجب استئجار الخدمة الحصول على الأصل مقابل قسط محدد، قد يتضمن في بعض الأحيان قيمة الصيانة أيضاً، يتميز هذا الشكل من الاستئجار بقابلية الغائـه مـن قبل المستأجر في حال انتهاء حاجته للأصل، وهذا يساعد أيضاً على الحصول على أصـل اخر أكثر تطوراً، في حال ظهور تطورات تكنولوجية سريعة.

- **البيع أو الاستئجار: Sale and lease back**

يقوم هذا النوع من التمويل على أساس قيـام المنشـأة ببيـع أحـد أصـولها مثـل الأراضى أو المبانى أو الآلات إلى منشأة أخرى، مع احتفاظ المنشأة البائعة بحـق اسـتخدام الأصل لمدة محددة، وبشروط خاصة، ولكن هذا لا يعفي المستأجر مـن دفـع أقسـاط يـتم الاتفاق عليها في عقد يبرم بين الطرفين.

- **الاستئجار المالي: Finance Leases**

يعتمد هذا الشكل من الاستئجار على قيام أحـد المصـارف بشـراء آلـة لإحـدى المنشآت، وقيام المصرف بتأجير هذه الآلة أو الأصل للمنشأة، لقـاء أقسـاط محـددة يمكـن للمنشأة أن تقوم بشراء الأصل، ولكنها في كل الأحوال تتعهـد بـدفع قيمـة الأقسـاط إلى حين تسديد قيمة الأصل مع الفوائد.

ومن الملاحظ أن التمويل باستئجار عناصر الموجـودات مـن الأسـاليب الجيـدة التي تتيح للمستأجر استخدام الأموال على شكل موجودات مختلفة، وتنتقل أيضـاً أعبـاء التقادم التقنية والطبيعة المختلفـة إلى المـؤجر، وهنـا يـتمكن المسـتأجر أيضـاً ان يسـتخدم الأصول الحديثة والمتطورة أولاً بأول.

وثمة نقطة مهمة تتعلق بحماية المركز المالي للمنشأة وقدرتها على السداد؛ لأنها لا تحتاج إلى دفع مبالغ كبيرة من أجل إقتناء الأصول، وعند اعتماد المنشأة بشكل كامل على الاستئجار، فإنها تتمكن من التمويل الكامل لعناصر الموجودات بمبالغ ليست مرتفعة، وهذا يحافظ على رأس المال العامل، ولاشك أن ارتفاع معدل استثمار رأس المال العامل يكون من مصلحة المنشأة في هذه الحالة.

ومما لاشك فيه ان اتباع هذا النوع من التمويل، يساعد على تخفيض الوعاء الضريبى، لأن أقساط الاستئجار هذه تحمل على حساب الدخل، ويظهر الدخل بالتالي متدنياً وهذا يجعل العبء الضريبى أقل.

كما يعتبر هذا الأسلوب في التمويل مناسباً عندما لا تتمكن المنشأة لسبب ما من الحصول على قرض مصرفي لتمويل احتياجاتها.

وبالنسبة للمؤجر فإن ليس لديه الخوف الكبير من تعرض المستأجر للإفلاس؛ لأن خسارة المؤجر في هذه الحالة هي فقط بمقدار القسط السنوي، لأنه يتمكن من استرداد الأصل الذي قام بتأجيره.

كما تعود ملكية عنصر الموجودات إلى المؤجر في نهاية مدة الاستئجار، وهذا ما يؤخذ على هذا النوع من التمويل بالنسبة للمستأجر، وهناك مأخذ آخر على هذا النوع من التمويل، وهو ما يتعلق باعتبارات التكلفة لأن تكلفة الاستئجار قد تبلغ في بعض الأحيان مبلغاً يزيد على فوائد القرض المستخدم في شراء الأصول، وبالتالي فإن المستأجر قد يتمكن من توفير الفرق بين الفوائد وقسط الاستئجار إذا ابتعد عن سياسة استئجار الأصول، ومما لاشك فيه انه عند تعرض المستأجر للعسر المالي، فإن الشركات المؤجرة تلجأ إلى إسترداد ملكية الموجودات وهذا يقلل من مرونة هذا النوع من التمويل.

لأنه إذا تمت جدولة الدفعات، فإن الحل يبدو مجدياً للمستأجر، وغير مضرٍ بالنسبة للمؤجر، وعلى كل من المؤجر والمستأجر أن يفاضل بين البدائل المتاحة لكل منهما قبل اتخاذ القرار النهائي بهذا الصدد.

- **الشراء بالتقسيط:**

يعتبر هذا النوع من الشراء مصدراً للتمويل بمقدار القسط الذي لم يسدد، حيث إن المنشأة تحصل على الأصل وتستطيع استخدامه، ولكنها لم تسدد كامل ثمنه بل إنها تقوم بالسداد على دفعات محددة في فترات محددة، وهذا يساعدها على التصرف بشكل مرن، لأنها غير مجبرة على سداد كامل قيمة الأصل.

فإذ اشترت منشأة آلة بقيمة ٥٠٠٠٠ جنيه، تدفع على خمس دفعات متساوية خلال خمس سنوات، فإن المنشأة تستطيع استخدام الآلة التي قيمتها ٥٠٠٠٠ جنيه وتدفع في السنة الأولى ١٠٠٠٠ جنيه، وهذا يدل على أن ٤٠٠٠٠ جنيه لا تزال تحت تصرف المشتري، وفي السنة الثانية يبقى ٣٠٠٠٠ جنيه، وفي السنة الثالثة ٢٠٠٠٠ جنيه، وفي السنة الرابعة ١٠٠٠٠ جنيه.

من هنا يمكن القول أن الأقساط التي لم تستحق أو لم تسدد، مع أن الاصل في حيازة المنشأة التي اشترت الأصل، هي مصدر تمويل بهذه المنشأة.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن رسوم التقسيط هذه، لا تخضع للضرائب، وهذا يشكل أحد الوفورات بالنسبة للمنشأة.

بالإضافة إلى ذلك، فإن هذا النوع من الشراء يمكن المنشأة من استخدام الأصل دون انفاق مالي كبير.

لكن يؤخذ على هذا الأسلوب أن تكاليفه مرتفعة، لأن البائع لن يقوم ببيع هذا الأصل كما في البيع النقدى، بل إنه سيحمله عبئاً إضافياً، نتيجة التقسيط الذي يمنحه.

ثالثاً: التمويل طويل الأجل: Long Term Financing

تبلغ فترة استحقاق الديون الطويلة الأجل ما يزيد على الحد الأدنى لها، وهو خمس سنوات، ويمكن أن يكون التمويل هذا من مصادر داخلية أو خارجية، وفيما يلى أهم هذه المصادر:

- **الدين طويل الأمد:**

يتمثل هذا النوع من الديون بسندات الدين غير المضمونة أو العادية، بالإضافة إلى سندات الدين المضمونة أو سند الدين نظير الرهن، أو سندات الدين القابلة للتحويل، وسندات الدين المتأخرة المرتبة.

وعادة ما تحصل السندات هذه على نسبة فائدة محددة وبتواريخ محددة.

إنها تمثل عبئاً مالياً يستوجب السداد في تاريخ محدد، لكن طول الفترة التي تستحق فيها الديون طويلة الأمد تساعد على استخدام هذه الأموال في أصول ثابتة.

أما طريقة سداد هذه الديون فتكون على شكل أقساط سنوية من قيمة مبلغ القرض، بالإضافة إلى الفائدة المترتبة على المبلغ.

وتجدر الإشارة إلى عدم المبالغة في الاعتماد على الديون من أجل تمويل احتياجات المشروع، لكي لا تسخر نشاطات المنشأة لخدمة الدين فقط.

- **رأس المال السهمي:**

تتوزع أسهم المنشأة إلى نوعين:

أ. الأسهم العادية: Common Stocks

تمثل الأسهم العادية رأس المال الأصلي الذي تم تأسيس المشروع بموجبه، وغالباً ما يكون هذا المشروع شركة مساهمة، يحصل حامل السهم العادي على الأرباح في حال تحقيقها، وعند احتفاظ الشركة بأرباحها أو بجزء منها في سبيل التوسع أو مواجهة بعض المشاكل المالية.

ب. الأسهم الممتازة: Preferred Stocks

تلجأ الشركات للتمويل عن طريق الأسهم الممتازة في عدة حالات:

- إذا كانت كلفتها أقل من كلفة الأسهم العادية، سيما أن هذه الأسهم الممتازة تحصل على عوائد ثابتة في حال تحقيقها.
- عندما لا تتمكن المنشأة من طرح السندات، أو الحصول على قروض من المؤسسات المالية المختلفة.

- عندما تنوي الشركة التوسع في أعمالها أو زيادة رأس مالها، وكـذلك في حـال زيـادة الأعباء على هذه الشركة.

إن الأسهم الممتازة تتميز بأنها مصدر تمويل للمنشأة، وذلك لعدم التـزام المنشـأة بسدادها في تاريخ معين، أو عدم دفع تكاليف على رأس المال المقدم مـن المسـاهمين، إلا في حالات تحقيق الأرباح فإنهم يتقاضون جزءاً منها.

- **التمويل الذاتى:**

يشير هذا المصدر من التمويل إلى جملة المصادر الـتي تسـتطيع المنشـأة بنفسـها خلقهـا، وغالباً ما تكون هذه المصادر من أموال الملاك على شكل أرباح محتجـزة لم يـتم توزيعهـا. بالإضافة إلى بعض المخصصات المالية، وخاصة مخصص الاستهلاك والمؤونات الأخـرى المختلفـة، أمـا معـدل التمويـل الـذاتى فيحسـب بالعلاقـة: التمويـل الـذاتى/ قيمـة الاستثمارات، فإذا ارتفع هذا المعدل فإنه يدل على اعتماد المنشأة على التمويل الذاتى.

وأما المصدر الأساس للتمويل الذاتى، فهو الأرباح التي تحققها المنشأة، والـتي إذا تم إعادة توظيفها بمعدلات استثمار عالية، فإنها تتزايـد بشـكل كـبير وتغـدو مصـدراً مهمـاً للتمويل.

وفي مجال الحديث عن الربح كأحد المصادر الداخلية للتمويل، تأتي مشـكلة توزيـع هذا الربح، لأن المساهمين يفضلون في كثير من الأحيان الحصول على عائدات أسـهمهم التي اكتتبوا بها.

غير أن المنشأة يمكن أن تتبع سياسة الاحتجاز، وعدم التوزيـع، وهـذا يـثير مشـكلة بالنسبة للمساهمين، فقد تكون فئتين من المساهمين منهم من يريدون التوزيـع، وآخـرون لا يريدون التوزيع، بل إعادة التوظيف والحصول علـى مكاسـب مسـتقبلية أكـبر، ونحـن ننظر إلى هذه المشكلة من خلال التوفيق بين مصالح كل من المساهمين والمنشأة والمجتمـع. ولذلك فإن هناك ضرورة لتوزيع نسبة معينة من الأرباح على المساهمين العـاديين، لكـي لا يفكر هؤلاء بنقل ملكيتهم لمنشأة أخرى، وهذا يساعد بالتالي على المحافظة علـى قيمـة

السهم الاسمية، وزيادتها، لأن التوزيع يشجع المستثمرين الجدد على الاكتتاب في الشركة، وإعادة توظيف الجزء المتبقي. ومن مزايا الأرباح المحتجزة:

- زيادة ربحية رأس المال الخاص، وزيادة العائد على السهم الواحد.
- زيادة قدرة المنشأة على الحصول على قروض جديدة.
- إن تكلفة الأرباح المحتجزة هي أقل من مصادر التمويل الأخرى.
- إن الاعتماد على التمويل الذاتي يعطى المنشأة درجة من الاستقلالية.

ولكن يؤخذ على هذا الاسلوب:

- عندما يكون معدل العائد على الاستثمار مرتفع، فإن من مصلحة المنشأة المتاجرة بملكية الغير من خلال الاعتماد على القروض.
- عدم التوزيع قد يدفع بعض المساهمين إلى بيع أسهمهم، وبالتالي تعرض أسعار هذه الأسهم للانخفاض.
- عندما لا تقوم المنشأة بالتوزيع، فإنها قد تعتقد أن هذا المصدر للتمويل هو قليل التكلفة، وهذا قد يدفعها إلى توظيفه في استثمارات منخفضة الربحية.
- إن زيادة أعباء الإمتلاك لزيادة مصادر التمويل الذاتية، قد ينعكس على تكلفة المنتج، وهذا يثير مشكلة اخرى يمكن أن تؤثر على أرباح المنشأة بشكل سلبي، لأن ارتفاع تكلفة المنتج قد يؤدي إلى قلة في الطلب على المبيعات.

وفي الحقيقة فإن تحديد مصدر التمويل المناسب مسألة ليست على درجة كبيرة من السهولة، ولهذا يتبغي على المدير المالي قبل أن يقوم بتحديد مصدر التمويل المناسب، أن يحدد طبيعة الأموال التي تحتاجها المنشأة؛ لأن هذا سيساعده في اختيار المصدر المناسب، ذلك لأن طبيعة النشاط الذي تمارسه المنشأة سواء كان صناعياً أو تجارياً، ونوع الموجودات ثابتة أو متداولة تقتضى نوعاً معيناً من التمويل قد لا يكون هو نفسه الذي تحتاجه منشأة زراعية لتمويل عمليات تشغيلية.

كما قد يلعب المركز المالي للمنشأة، وحجم إيراداتها دوراً في تحديد المصدر المناسب، أو المتاح للمنشأة.

ومما لاشك فيه أن السياسة الاقتصادية للدولـة، والإجـراءات الماليـة الـتي تفرضـها الحكومة، والتشريعات الضريبية، تدفع إلى اختيار مصدر للتمويل دون آخـر، ولهـذا فـإن المدير المالي الناجح، هو الذي يستطيع التوفيق بـين العوامـل السـابقة، واختيـار المصـدر الأمثل.

٢. الهيكل المالي للمنشاة

تحتاج المنشآت للتمويل، وذلك إما لتغطية حاجات طارئـة، أو موسميـة، أو عنـدما تقوم بالتوسع، وقد تعتمد المنشأة على مصادر التمويل الداخلية، وذلك بإصدار الأسـهم العادية، أو استخدام الأرباح المحتجزة، أو الاعتماد على مصادر خارجية، مثل الاقـتراض طويل الأجل وإصدار السندات.

تجدر الإشارة هنا إلى أن الاقتراض، والذي يترتب عليه دفع فوائد، هو حرام شرعاً، ويتنافي مع ديننا الحنيف لقوله عز وجل:﴿ يَمْحَقُ ٱللَّهُ ٱلرِّبَوٰاْ وَيُرْبِى ٱلصَّدَقَٰتِ ﴾(البقرة ٢٧٦).

وقوله:﴿ وَأَحَلَّ ٱللَّهُ ٱلْبَيْعَ وَحَرَّمَ ٱلرِّبَوٰاْ ﴾(البقرة ٢٧٥).

التمويل القصير الأجل:

وهو ذلك النوع من التأمين الذي تكون فيه مدة استحقاق القرض، أو التمويل سنة أو أقل من سنة.

مصادر التمويل قصير الأجل:

- الائتمان المصرفي:

ويتمثل في القروض المصرفية التي لا تتجـاوز تـواريخ اسـتحقاقها سـنة واحـدة، وتكون على شكل تسهيلات الجارى مدين والقروض الموسمية.

- **الائتمان التجاري:**

ويتمثل في التسهيلات التي يمنحها المـورد للتـاجر، وتنشـأ بقيـام المنشـأة بالشـراء الأجل، وذلك إما بكمبيالات، أو على شكل حساب جارٍ.

- **الأوراق التجارية:**

وهي عبارة عن أوراق دين تصدرها الشـركات الكـبيرة بهـدف الاقـتراض، وفي العادة تكون مدة استحقاقها أقل من سنة.

- **خصم الأوراق التجارية:**

والمقصود به خصم الكمبيالات التجارية لـدى البنـك التجـاري، وذلـك بفائـدة معينة من أجل الحصول على التمويل قصير الأجل.

- **بيع الديون أو التمويل مقابلها:**

هناك شركات متخصصة تقوم بشراء الديون من أصحابها، مقابل خصـم بنسـبة معينة من قيمتها الاسمية، كما أنه يمكن الحصول على تمويل بضمانة هذه الديون.

- القبولات المصرفية.
- البيع التأجيرى.
- الضرائب المؤجلة الدفع.

ثانياً: مصادر التمويل متوسط الأجل:

ويتمثل في القروض التي تتراوح آجالها بين ٢-٧ سنوات ويشمل:

١. القروض المصرفية.
٢. تمويل المعدات.

ثالثاً: مصادر التمويل طويل الأجل:

أ. **أموال الملكية** وتضم:

١. الأسهم العادية.
٢. الأسهم الممتازة.
٣. الأرباح المحتجزة.

ب. **الاقتراض** ويشمل:

١١ الأسناد.

٢. القروض طويلة الأجل.

ج. **الاستئجا ر:**

وسيتم شرح هذه الأنواع كل على حده.

٢,١ التمويل القصير الأجل

وفي العادة تلجأ المنشـأة إلى الاقـتراض قصـير الأجـل، وذلـك لتمويـل الـنقص في النقدية والمخزون السلعي. ومن المعلوم أن جزءاً من مبيعات المنشأة يكون على الحساب، لذلك فهي بحاجة لتغطية النقص في النقدية، حتى يتم سداد هذه المبيعات الأجلة.

مبررات الاقتراض قصير الأجل:

١. الاحتياجات الموسمية.
٢. سهولة الحصول عليه.
٣. انخفاض تكلفته مقارنة بالتمويل طويل الأجل.
٤. قد لا يحتاج إلى ضمانات.
٥. يتم اللجوء إلى الاقتراض قصير الأجل في حالة عدم قدرة المنشأة الحصول على. **قرض طويل الأجل أو عدم القدرة على طرح أسهم جديدة.**
٦. يعتبر الائتمان قصير الأجل بدون تكلفة (الائتمان التجاري).

أنواع القروض القصيرة الأجل:

- **الائتمان المصرفي:**

ويتمثل الائتمان المصرفي في القروض المختلفة التي يقـدمها البنـك لعملائـه مـن المؤسسات التجارية والصناعية.

أشكال الائتمان المصرفي:

- **حسابات الجاري مدين:**

وهي عبارة عن تسهيلات يقدمها البنك لعملائه، وفي حدود سقف معين، يستطيع العميل السحب من هذا الحساب، وفي حدود السقف الممنوح، ويتم احتساب الفائدة على المبلغ المستخدم من سقف الجاري مدين، ويجب على العميل إيداع حصيلة مبيعاته أو نشاطه التجاري في حسابه لدى البنك، كما يشترط عدم تجاوز سقف الجاري مدين الممنوح.

- **خصم الأوراق التجارية:**

فيه يقوم العملاء الذين يتعاملون بالبيع الأجل (الكمبيالات)، بتسييل هذه الكمبيالات لدى البنك التجاري باحتساب الفائدة على الكمبيالة، حتى تاريخ الاستحقاق وخصمها من القيمة الاسمية للكمبيالة، وإعطاء العميل صافي قيمة الكمبيالة.

- **الجارى مدين المستندي:**

وفي هذا النوع من التمويل يقوم البنك التجاري بدفع قيمة الاعتماد المستندى نيابة عن العميل المستورد، وذلك حتى يقوم العميل بدفع قيمة هذا الجاري مدين بعد بيع البضاعة، أوبعد فترة معينة يتم الاتفاق عليها. وسمى جارى مدين مستندي، لأنه يستخدم لتمويل الاعتمادات المستندية.

- **التمويل لقاء إيصالات البضائع في مستودعات عامة.**
- **قبول الأسناد التجارية (الأوراق التجارية).**

أسس منح الائتمان المصرفي:

هناك عدة أسس يضعها البنك التجاري عند قيامه بمنح عملائه الأنواع المختلفة من القروض، ومن هذه الأمور:

- **مبلغ القرض:**

ويجب أن يتناسب حجم القرض المطلوب مع حجم نشاط العميل التجاري. لذلك يجب على البنك دراسة حاجة العميل التمويلية، وتحديد المبلغ الذي يتناسب مع حجم نشاط العميل. ونود الإشارة هنا إلى أن منح العميل قرضاً يفوق حجم نشاطه، يؤدي إلى تحميل العميل انخفاض قدرة العميل على خدمة دينه، بالإضافة إلى إرتفاع نفقات التمويل لديه كما أن منحه مبلغ يقل عن حجم نشاطه، يؤدي إلى وقوعه في عسر مالي فنى، أو يؤدي إلى المزيد من طلبات الاقتراض لهذا العميل.

- **الغرض من القرض:**

يجب على البنك دراسة الغرض من التمويل المطلوب من قبل العميل، وذلك حتى يقوم البنك بتوجيه العميل نحو نوع التمويل الملائم لهذا الغرض. إن البنك التجاري هو بمثابة مستشار للعميل، يقوم بتوجيهه الوجهة السليمة وتقديم المشورة له.

- **مدة القرض:**

وتفضل البنوك بشكل عام القروض قصيرة الأجل، والتي تسدد نفسها بنفسها، إلا أن البنوك تقدم قروض طويلة ومتوسطة الأجل، وذلك لتمويل شراء الأصول الثابتة أو تمويل التوسع.

- **مصادر الوفاء:** يجب على البنك التجاري دراسة مصدر السداد الأساس لدى العميل، ومدى كفايته لسداد التزامات البنك، كما يدرس أيضاً مصادر السداد الثانوية المتوفرة لدى العميل.

- **مسموعات المقترض:**

وهنا يجب التأكد من رغبة العميل في السداد من خلال مسموعاته الأدبية والتجارية.

- **قدرة العميل الإدارية والفنية:**

إن إدارة المشروع الجيدة تؤدي إلى حسن استغلال الأموال لدى هذه المنشأة، وبالتالي القدرة على سداد التزاماته.

- **رأسمال المقترض:**

وكلما كان رأسمال العميل المقترض أكبر، أدى ذلك إلى زيادة اطمئنان البنك نحو منح العميل القرض المطلوب.

- **الضمانات المقدمة:**

ويهتم البنك بالضمانات المقدمة من العميل. وتعتبر الضمانات خط الدفاع الأخير بالنسبة للبنك، والذي يستطيع الرجوع عليه عند تعثر الدين.

وهناك أنواع مختلفة للضمانات منها:

أ. الضمانات العينية مثل العقارات، والأوراق المالية، والآلات، والبضائع.

ب. الضمانات الشخصية مثل الكفالات الشخصية.

ويشترط في قبول هذه الضمانات أن تكون سهلة التسويق ومستقرة القيمة، وأن لا تكون قابلة للتلف، وإمكانية تقدير قيمتها ونقل ملكيتها.

الائتمان التجاري:

وهو عبارة عن التسهيلات بالدفع التي يمنحها المورد للتاجر (المنشأة) عند قيام الأخير بشراء بضاعة لإعادة بيعها، أو شراء مواد خام لتصنيعها وبيعها. ويجب الإشارة هنا إلى أن البيع بالتقسيط لا يندرج ضمن الائتمان التجاري، لأن الهدف من الشراء بالتقسيط هوغاية الاستهلاك النهائي، وليس بهدف إعادة البيع، كما أن بيع الأصول الثابتة بكمبيالات يندرج تحت الائتمان التجاري.

أشكال الائتمان التجاري:

- **الحساب الجاري:**

وفي هذا النوع من الحساب يقوم التاجر (المورد) بمنح العميل تسهيلات بالدفع دون توقيع العميل على كمبيالات، وهذه تعتبر ميزة بالنسبة للمدين لعدم وجود وثيقة إثبات قانونية بيد الدائن.

- **الكمبيالات:**

والكمبيالة هي تعهد بدفع مبلغ معين بتاريخ معين، وهذا النوع فيه مزايا للدائن (المورد) منها:

أ. الكمبيالة تعتبر وسيلة إثبات قانونية بيد الدائن.

ب. يستطيع الدائن تظهير الكمبيالة لتاجر آخر، أو خصمها لدى البنك والحصول على قيمتها نقداً.

- **الشيكات المؤجلة:**

وهي وسيلة غير مرغوبة من قبل المدينين، نظراً للإجراءات القانونية الصعبة بحق المتخلفين عن الوفاء بقيمة الشيكات. وتجدر الإشارة هنا إلى أن الشيك هو أداة وفاء غير معلقة على شرط، إلا أنها أصبحت تستخدم كأداة ائتمان.

شروط الائتمان التجاري:

- **الخصم المسموح به (الخصم النقدي):**

وهو عبارة عن الخصم الذي يقدمه البائع للمشتري في حالة قيام الأخير بسداد قيمة البضاعة خلال مدة زمنية معينة.

- الفترة الزمنية المتوجب السداد خلالها لاكتساب الخصم النقدي.
- الفترة الزمنية المتوجب السداد خلالها دون اكتساب الخصم النقدي.

تكلفة الائتمان التجاري:

يمكن احتساب تكلفة الائتمان التجاري من المعادلة التالية:

تكلفة الفشل في الحصول على الائتمان التجاري =

معدل الخصم	x	٣٦٥ أو ٣٦٠
١ - معدل الخصم		مدة الائتمان – مدة الخصم

مثال:

فاتورة تحمل العبارة ٣/ ١٠ صافي ٤٠، وقرر المشترى عدم اكتساب الخصم. المطلوب حساب تكلفة الفشل في الحصول على الائتمان التجاري.

الحل:

تكلفة الفشل في الحصول على الائتمان التجاري =

٣٪	x	٣٦٥	=	٣٪	x	٣٦٥	=	٣٧,٦٪
١-٣٪		٤٠-١٠		٩٧٪		٣٠		

ملحوظات:

– ٣/ ١٠ صافي ٤٠ يمكن قراءتها كما يلي: خصم نقدى مقداره ٣٪ ،وإذا تم السداد خلال ١٠ أيام، وإلا يجب سداد كامل قيمة الفاتورة خلال ٤٠ يوماً.

مثال آخر:

فاتورة قيمتها ١٠٠٠٠ جنيه تحمل العبارة ٥/ ١٠ صافي ٣٠ يوماً، ونظراً لعدم توفر سيولة لدى المنشأة، فقد قررت اقتراض المبلغ المطلوب من البنك بفائدة ١٥٪ وسداد قيمة الفاتورة، واكتساب الخصم. المطلوب هل كان قرار المنشأة حكيماً بالاقتراض من البنك أم لا ؟ ولماذا ؟

للإجابة على هذا السؤال يجب حساب تكلفة الفشل.

تكلفة الفشل = ٥٪   x   ٣٦٥

١-٥٪   ٣٠-١٠

= ٥٪   x   ٣٦٥   = ٩٦٪

٩٥٪   ٢٠

قاعدة القرار: إذا كانت تكلفة الفشل أكبر من تكلفة الاقـتراض فيجـب الحصـول علـى القرض واكتساب الائتمان التجاري والعكس صحيح.

وبالرجوع إلى المثال السابق، بما أن تكلفة الفشل والبالغة ٩٦٪، أكبر من تكلفة الاقتراض البالغة ١٥٪، يجب على المؤسسة الحصول على القرض واكتساب الخصم التجاري.

أسباب استخدام الائتمان التجاري:

١. يعتبر الائتمان التجاري تمويلاً بدون تكلفة، مقارنة بالائتمان المصرفي.
٢. سهولة الحصول عليه مقارنة بالائتمان المصرفي، فهو ليس بحاجة إلى إجراءات معقدة وضمانات.
٣. المرونة من حيث المبلغ مقارنة بالائتمان المصرف، حيث يستطيع المشتري زيادة سقف الائتمان التجاري دون الحاجة إلى تقديم ضمانات، بعكس الائتمان المصرفي.

الأوراق التجارية:

وهي عبارة عن أدوات ديـن قصـيرة الأجـل، تصـدرها الشـركات الكـبيرة بهـدف الاقتراض، ويتم بيعها في السوق المالي، وتصدر هذه الأوراق لحاملـها لمـدة قصـيرة تقـل عن السنة، وفي العادة لا تكون مضمونة بأيـة ضـمانات، سـوى المركـز المـالي والسـمعة الائتمانية للشركة المصدرة. وتعتبر الأوراق المالية أداة من أدوات السـوق النقـدي، نظـراً لكون مدة استحقاقها قصيرة الأجل.

وتصدر هذه الأوراق بفئات محددة، ولمدة تتراوح بين ٣ أيام وتسعة أشهر، وتصـدر عادة بخصم إصدار، أى تباع بأقل من قيمتها الاسمية إلى جمهور المستثمرين والمتعاملين.

مزايا الأوراق التجارية كمصدر من مصادر التمويل:

١. كلفتها قليلة مقارنة بالائتمان المصرفي قصير الأجل.
٢. إمكانية الحصول على مبالغ كبيرة، بعكس الاقتراض من البنك الذي يخضع لضوابط من حيث المبلغ والضمان.
٣. سهولة الاقتراض بالمقارنة مع الاقتراض من البنك.
٤. تعزيز مكانة المقترض الذي تنجح أوراقه المالية في السوق.
٥. لا تحتاج إلى ضمانات بعكس الائتمان المصرفي الذي يشترط تقديم الضمان، خاصة عندما يكون المبلغ كبيراً.

- قد يؤدي التوسع فيها إلى إهمال العلاقات مع البنوك.
- ضرورة دفع قيمة الورقة في تاريخ الإستحقاق، فإذا حدث مع الشركة المصدرة عسر مالي فنى عند إستحقاق هذه الأوراق، فإن حامليها لا يتفهمون وضع الشركة المصدرة، بعكس البنك الذي يتفهم وضع عملائه، ويقوم بتأجيل سداد التزامات عملائه عند الضرورة، وإعطائهم تمويلاً إضافياً للتخلص من العسر المالي الذي يتعرض له المقترض.
- يقتصر استعمال هذه الأداة التمويلية على الشركات الكبيرة والتي تتمتع بسمعة ائتمانية جيدة، ولها مركز مالي قوي، وأما الشركات الصغيرة فلا تستطيع استخدام هذا المصدر في التمويل.
- تحتاج إلى وقت ما بين إصدارها وتسويقها، ومن ثم الحصول على الأموال بعكس الائتمان المصرفي الذي لا يحتاج إلى هذا الوقت، خاصة عندما يكون المقترض متمتعاً بالجدارة الائتمانية العالية، والمركز المالي القوي.
- في حالة وجود وسطاء لتسويق الإصدار، ترتفع تكاليف هذه الأوراق، نظراً للعمولات المدفوعة إلى هؤلاء الوسطاء.

٣. التمويل المتوسط والطويل الأجل

تعتبر أموال الملكية المصدر الأساس للتمويل بالنسبة للمشروعات الجديدة، كما أن التمويل بأموال الملكية يتمتع بالمزايا التالية:

١. تستخدم أموال الملكية في تمويل الاستثمار الدائم للمشروع، مثل إنشاء العقار الخاص بهذا المشروع.
٢. تستخدم أموال الملكية في تمويل جزءٍ من الاستثمارات طويلة الأجل الخاصة بالمشروع.
٣. تمثل أموال الملكية صمام أمان بالنسبة للدائنين، وذلك لوقايتهم في حالة تعرض المشروع للفشل.
٤. تعتبر أموال الملكية مصدراً للوفاء بالديون.

مصادر أموال الملكية:

أولاً: إصدار الأسهم العادية.

ثانياً: إصدار الأسهم الممتازة.

ثالثاً: الأرباح المحتجزة.

رابعاً: الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم.

وسيتم شرح المصادر الثلاثة الأولى.

١,٣ الأسهم العادية

والسهم العادي عبارة عن حصة في رأسمال الشركة المساهمة العامة المصدرة لهذه الأسهم، وتتراوح القيمة الاسمية للسهم حسب قانون الشركات السوداني بين جنيه وعشرة جنيهات. والقيمة الاسمية تمثل القيمة المدونة على متن السهم، وهي لا تعني بالضرورة سعر شراء السهم، وفي العادة تكون الأرباح الموزعة تمثل نسبة من القيمة الاسمية للأسهم العادية.

ومن الجدير بالذكر أن الأسهمالعادية قد تباع بأعلى من قيمتها الاسمية، أي أنها تباع بعلاوة إصدار، أو أنها تباع بأقل من قيمتها الاسمية أى إنها تباع بخصم إصدار، ويتم تداول هذه الأسهم في السوق المالية، وذلك بعد أن تكون الشركة المصدرة قد حققت شروط الأرباح في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

حقوق حملة الأسهمالعادية:

ويعتبر حملة الأسهم العادية ملاكاً للشركة، لذلك فهم يتمتعون بعدد من المزايا والحقوق.

- **الحقوق الجماعية:**

وهي مجموعة الحقوق التي تملكها الهيئة العامة للمساهمين، وتضم كل من يحمل سهماً في هذه المنشأة، مثل حق انتخاب مجلس الإدارة ومدقق الحسابات.

- **الحقوق الفردية:**

وهي الحقوق التي يتمتع بها المساهم الفرد وتضم:

- **حق الاشتراك في الأرباح**: وذلك في حالة تحقيق ربح واتخاذ قرار بتوزيع الأرباح.
- **الحق في حضور اجتماعات الجمعية العمومية.**
- **الحق في التصويت**: حيث يقوم حملة الأسهمالعادية بالتصويت على أية قرارات تخص مستقبل المنشأة، مثل انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، أو توسيع الشركة، أو الحصول على تمويل خارجي، وغيرها، ومن الجدير بالذكر ان لكل مساهم أصوات بقدر الأسهم التي يملكها.
- **حق الأولوية بالاكتتاب**: ويسمى أحياناً حق الشفعة، ويعنى أن للمساهمين في الشركة الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي تطرحها الشركة، وذلك بهدف المحافظة على مركز المساهم في المنشأة، والمحافظة على نصيبه في الاحتياطيات والأرباح غير الموزعة.
- **حق نقل ملكية الأسهم**: ويتم تداول الأسهم بيعاً وشراءً في السوق المالي.
- **حق المشاركة في موجودات الشركة** عند تصفيتها، وذلك بعد دفع حصة الدائنين، وحصة حملة الأسهم الممتازة.

- **حق الحصول على شهادة باسمه في الشركة.**
- **الحق في الاطلاع على حسابات الشركة.**
- **مسئولية المساهم محدودة بمقدار مساهمته في رأس المال.**

هيئات حملة الأسهم العادية:

- **الهيئة العامة التأسيسية:**

واجباتها:

أ. الاطلاع على تقرير المؤسسين.

ب. تعيين مدقق حسابات للشركة.

ج. انتخاب مجلس الإدارة الأول.

د. الاطلاع على النفقات التأسيسية، والتأكد من صحتها.

- **الهيئة العامة العادية**: وتجتمع مرة واحدة على الأقل خلال السنة.

واجباتها:

أ. الاطلاع على تقرير مجلس الإدارة.

ب. الاطلاع على تقرير مدققى الحسابات.

ج. مناقشة حسابات الشركة.

د. انتخاب مجلس الإدارة.

- **الهيئة العامة غير العادية:**

وتجتمع هذه الهيئة لمناقشة الظروف الطارئة التي تتعرض لها المنشأة، مثل تعديل نظام الشركة، واندماجها وتصفيتها، وأية أمور لم تناقش في اجتماع الهيئة العامة العادية.

القيم المختلفة للسهم:

أولاً: **القيمة الاسمية Pat Value.**

ثانياً: **القيمة الدفترية Book Value**

ثالثاً: **القيمة السوقية Market Value**

رابعاً: **القيمة التصفوية Liquidation Value**

خامساً: القيمة حسب العائد (العادلة) Dividend Value

أولاً: القيمة الاسمية:

وهي القيمة المدونة على السهم، والمنصوص عليها في عقد الشركة، ونظامها الداخلي.

ثانياً: القيمة الدفترية:

وهي السهم كما يظهر في دفاتر الشركة وسجلاتها المحاسبية، ورياضياً القيمة الدفترية للسهم تساوي:

حقوق الملكية
عدد الأسهم العادية المصدرة

مثال:

إذا كان رأس المال المدفوع لشركة ما هو ٢ مليون جنيه، وإحتياطياتها الإجبارية مليون جنيه، واحتياطياتها الاختيارية مليون جنيه، والأرباح المدورة نصف مليون جنيه، وعدد الأسهم العادية المصدرة في هذه الشركة مليون سهم، فإن القيمة الدفترية للسهم تساوي:

٢ مليون + مليون + مليون + نصف مليون = ٤,٥ جنيه القيمة الدفترية للسهم.

مليون سهم

ثالثاً: القيمة السوقية:

وهي القيمة التي تحددها قوى السوق والممثلة بالعرض والطلب، وتتميز هذه القيمة بالتغير من وقت لآخر، وفي العادة تزداد القيمة السوقية للسهم كلما حققت الشركة نجاحات في مستوى إنتاجها ومبيعاتها، وكلما انتظمت الشركة في توزيع الأرباح وتنامت هذه الأرباح باستمرار، وكلما وزعت الشركة أرباحاً جيدة على المساهمين بالمقارنة مع الشركات الأخرى. وأيضاً تزداد القيمة السوقية لأسهم الشركة كلما كانت هناك مؤشرات مستقبلية بتقدم الشركة وتطورها.

رابعاً: القيمة التصفوية:

وهي قيمة السهم في حالة تصفية الشركة، أى بيع موجوداتها وتصفية أعمالها، وفي حالة التصفية، يتم سداد دائني الشركة، ثم حملة الأسهم الممتازة، والباقي يقسم على المساهمين العاديين.

خامساً: القيمة حسب العائد (القيمة العادلة):

وهي القيمة التي تمثل ثمن السهم الحقيقى، وفي العادة تستند هذه القيمة إلى العائد المراد تحقيقه من قبل المستثمر.

مزايا الأسهم العادية:

- ليس لها تكاليف ثابتة مقارنة بالسندات والأسهم الممتازة، حيث تستطيع الشركة احتجاز الأرباح بما يحقق مصلحة المنشأة، وفي حالة عدم تحقيق أرباح فليس لحاملي أسهمها الحق بمطالبتها.
- ليس لها تاريخ استحقاق.
- زيادة الأسهم العادية تزيد من الثقة الائتمانية بالمنشأة، وزيادة قدرتها على الاقتراض.
- سهولة تسويق الأسهم العادية، بالمقارنة مع أدوات الدين.

عيوبها:

- زيادة عدد المالكين في المنشأة، وبالتالي التأثير على سلطة بعض المالكين (كبار المساهمين).
- انخفاض العائد على السهم مع زيادة عدد الأسهم.
- ارتفاع كلفة الإصدار.
- تخضع أرباحها الموزعة للضريبة.

٢,٣ الأسهم الممتازة

إن التمويل بالأسهم الممتازة يجمع بين بعض صفات التمويل بالأسهم العادية والسندات، فالأسهم الممتازة تعتبر من أموال الملكية، إلا أنها تستحق نسبة ثابتة من

الأرباح، وسميت بالأسهم الممتازة، لأن لهذه الأسهم امتياز (أولوية) في الحصول على قيمتها – في حالة التصفية- قبل الأسهم العادية كما لها امتياز في الحصول على أرباحها قبل الأسهم العادية.

تعريف الأسهم الممتازة:

تعرف الأسهم الممتازة على أنها حصة في رأس مال الشركة، لها نسبة أرباح ثابتة. وأود الإشارة هنا إلى أنه بالرغم من أن نسبة أرباح الأسهم الممتازة ثابتة، إلا أن الشركة غير ملزمة بدفع قيمة هذا الربح في حالة تحقيق خسائر.

أوجه التشابه بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

- كلاهما يعتبر من أموال الملكية.
- ليس لها تاريخ استحقاق.
- عدم دفع العوائد إلى حملتها لا يؤدي إلى الإفلاس.
- الشركة غير ملزمة بدفع عائد ثابت لها في حالة عدم تحقيق الأرباح.
- الأرباح الموزعة لا تخصم من الدخل الخاضع للضريبة.

أوجه التشابه بين الأسهم الممتازة والسندات:

- كلاهما له نسبة ثابتة من الربح أو الفائدة.
- كلاهما لا يشارك في الأرباح المحجوزة للشركة (الاحتياطيات والأرباح المدورة).
- كلاهما ليس له حق التصويت في الجمعية العمومية.
- كلاهما يمكن إستدعاؤه (سداد قيمته).

أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

- للأسهم الممتازة أولوية في الحصول على الأرباح قبل الأسهم العادية.
- للأسهم الممتازة أولوية في الحصول على قيمتها قبل الأسهم العادية في حالة التصفية.
- لا يوجد نسبة ثابتة للأرباح الموزعة على الأسهم العادية، بينما تحدد هذه النسبة مسبقاً لحملة الأسهم الممتازة.

- لحملة الأسهم العادية حق التصويت في الجمعية العمومية، بينما هذا الحق غير موجود لحملة الأسهم الممتازة.

أوجه الإختلاف بين الأسهم الممتازة والسندات:

- بينما تحصل الأسهم الممتازة على أرباح تحصل السندات على فوائد.
- بينما تعتبر الأسهم الممتازة من أموال الملكية، تعتبر السندات من أموال الاقتراض.
- بينما لا يوجد ليس للأسهم الممتازة تاريخ استحقاق، تاريخ استحقاق للسندات.
- بينما لا يحق لحملة الأسهم الممتازة مطالبة الشركة قانونياً في العوائد في حالة عدم تحقيق الأرباح، يحق لحملة السندات مطالبة الشركة بالفوائد في حالة تحقيق الشركة لخسائر.

أسباب إصدار الأسهم الممتازة:

- زيادة موارد الشركة المالية من خلال ملاءمة هذا النوع من الاستثمار مع المستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر (Risk Averse).
- المتاجرة بالملكية (استعمال أموال الأخرين بتكاليف ثابتة).
- استعمال أموال الأخرين دون إشراكهم في الإدارة.

أنواع الأسهم الممتازة:

- **الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح:**

وفي هذا النوع من الأسهم الممتازة يؤدي عدم قيام الشركة بتوزيع الأرباح إلى ضياع حقهم في أرباح هذه السنة، وليس لهم حق المطالبة به في السنة التالية.

- **الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح:**

وعلى عكس النوع الأول فإنه يحق لحملة هذا النوع من الأسهم الحصول على الأرباح في السنة التالية في حالة عدم توزيع أرباح.

- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:**

وهذا النوع من الأسهم يعطي حامله حق تحويله إلى عدد معين من الأسهم العادية، وذلك بنسبة متفق عليها مسبقاً.

استدعاء الأسهم الممتازة:

سبق أن أشرنا إلى إمكانية استدعاء الأسهم الممتازة في أى وقت، بالرغم من عدم وجود تاريخ استحقاق لها كالسندات. وعادة تقوم الشركة المصدرة في حالة استدعاء السندات بدفع علاوة إضافية إلى القيمة الاسمية للأسهم تسمى علاوة إستدعاء (Call Premium). وتستطيع الشركة المصدرة استدعاء هذه الأسهم بالطرق التالية:

١. الشراء من السوق المالي.
٢. استدعاء الأسهم وفقاً لنص صريح في عقد الإصدار.
٣. تكوين صندوق خاص لإطفاء الأسهم (Sinking Fund).

مزايا وعيوب الأسهم الممتازة:

أولاً: من وجهة نظر الشركة المصدرة للأسهم:

المزايا:

- إن عدم دفع عوائد الأسهم الممتازة، لا يؤدي إلى إفلاس الشركة.
- عوائد الأسهم الممتازة محددة بنسبة معينة، لذلك ففي حالة تنامى (زيادة) أرباح الشركة، لا تشارك في هذه الأرباح المتنامية، وتقتصر أرباحها على النسبة المحددة والتي تكون نسبة من قيمتها الاسمية.
- إن إصدار الأسهم الممتازة لا يضعف المركز التنافسي لحملة الأسهم العادية (كبار المساهمين)، لأنه ليس لحملة الأسهم الممتازة حق التصويت.
- في حالة انخفاض تكلفة التمويل على السندات والقروض طويلة الأجل، يمكن استدعاء هذه الأسهم، وإستبدالها بأدوات تمويلية أخرى، مثل الاقتراض طويل الأجل وإصدار السندات.

- تحسين الصورة الائتمانية للشركة المصدرة في حالة رغبتها في الحصول على القروض.
- تقلل احتمالات تأثر الشركة المصدرة بالأوضاع الاقتصادية، ففي أوضاع الكساد لا ترتب الأسهم الممتازة التزامات ثابتة على الشركة، كما في حالة السندات، كما أن الشركة غير ملزمة بتوزيع عوائد في حالة تحقيق الخسائر.

العيوب:

- ارتفاع تكلفتها بالمقارنة مع السندات، نظراً لعدم تمتع أرباحها الموزعة بالميزة الضريبية.
- إذا نص عقد الشركة على أرباح متراكمة لها، يؤدي ذلك إلى ارتفاع تكلفة هذا النوع من التمويل.

ثانياً: من وجهة نظر المستثمر:

المزايا:

١. تحقق عائد ثابت.
٢. لها الأولوية بالحصول على قيمتها عند التصفية.
٣. لها الأولوية بالحصول على الأرباح قبل الأسهمالعادية.
٤. تناسب المستثمرين المتجنبين للمخاطرة.

العيوب:

- محدودية الدخل.
- لا يمكن الرجوع عنها قضائياً في حالة عدم توزيع أرباح على حملتها.
- لا يحق لحملتها المشاركة في إدارة الشركة، وليس لهم حق التصويت.
- لا يشرك حملة الأسهم الممتازة بالأرباح المحتجزة مما يؤدي إلى انخفاض القيمة الدفترية للسهم وانخفاض قيمته السوقية.

٣,٣ الأرباح المحتجزة Retained Earnings

ويقصد بالأرباح المحتجزة، الأرباح التي لا تقوم الشركة بتوزيعها على المساهمين، وذلك لتقوية مركزها المالي، ومساعدتها على النمو والتطور، كما تعتبر الأرباح المحتجزة صمام أمان بالنسبة للمنشأة تستطيع الرجوع إليه في حالة تعرضها لأي طارئ.

والأرباح المحتجزة تضم:

- الاحتياطيات الاجبارية.
- الاحتياطيات الاختيارية.
- الاحتياطيات الأخرى.
- الأرباح المدورة.

مزايا التمويل بالأرباح المحتجزة:

- يعتبر التمويل بالأرباح المحتجزة مصدراً متاحاً لكل المنشآت التي تحقق أرباحاً.
- سهولة الحصول عليه، فهو لا يحتاج إلى ضمانات، كما في حالة التمويل بالسندات.
- انخفاض تكلفته بالمقارنة مع السندات والأسهم الممتازة.
- إن التمويل بالأرباح المحتجزة لا يرتب على المنشأة أية التزامات، كما في حالة التمويل بالسندات والأسهم الممتازة.
- إن التمويل بالأرباح المحتجزة، لا يضعف المركز التنافسي لكبار المساهمين، نظراً لعدم دخول مساهمين جدد.

عيوبه:

- عدم توفر هذا المصدر في بداية إنشاء المشروع.
- محدودية هذا المصدر، وبالذات في السنوات الأولى من عمر المشروع.

- إن استخدام الأرباح المحتجزة في تمويل المشروع، يؤدي إلى انخفاض القيمة الدفترية للسهم وانخفاض قيمته السوقية.

٤,٣ القروض المتوسطة وطويلة الأجل

ويعرف القرض بأنه اتفاق بين الدائن والمدين، يقدم بموجبه الدائن مبلغاً من المال على أن يقوم المدين باعادته مع فوائده في أوقات محددة يتم الاتفاق عليها.

شروط الإقراض:

هناك عدد من الشروط يتم الاتفاق عليها بين الدائن والمدين، وذلك تنفيذاً لاتفاقية القرض منها:

- سعر الفائدة والعمولة.
- طريقة السداد هل هي شهرية؟ أم سنوية؟ أم دفعة واحدة تستحق في أجل معين؟ وهكذا.
- الضمانات الواجب تقديمها من قبل المقترض.
- شروط تحد من حرية المقترض في توزيع الأرباح والاستثمار الرأسمالي، والحصول على قروض أخرى.

مبررات الاقتراض طويل الأجل:

- عدم إمكانية التمويل بالأسهم العادية، أو الأرباح المحتجزة.
- سرعة توفير هذا التمويل، خاصة إذا كانت الشركة تتمتع بسمعة جيدة.
- أما التمويل بالأسهم فيحتاج إلى وقت كبير.
- ضعف السوق المالي وبالتالى احتمال عدم قدرة الشركة على التمويل بالأسهم.
- عدم تأثير التمويل بالاقتراض على المركز التنافسي لكبار المساهمين في الشركة.
- يمكن استخدام هذا المصدر لتمويل الأصول الثابتة.
- يوفر للمؤسسة مرونة الاقتراض قصير الأجل.
- قد يشكل مصدراً للوفاء بالقروض قصيرة الأجل.
- المحافظة على عائد جيد للسهم (EPS)، وذلك لثبات عدد الأسهم في المنشأة.

- قليل الكلفة بالمقارنة مع الأسهم.
- الميزة الضريبية لأموال الاقتراض.

العوامل المحددة للتمويل بالاقتراض:

- هناك نصوص في أنظمة بعض الشركات تمنعها من الاقتراض، وإذا كانت تسمح لها بذلك فيوجد حدود معينة للمبالغ المقترضة.
- هناك قيود تحدد المبلغ الأقصى الذي يستطيع البنك تقديمه للمقرض.
- عدم وجود ضمانات للشركة المقترضة، لا يمكنها من الحصول على القروض.
- الأعباء المترتبة على خدمة الدين (سداد الأقساط والفوائد).

٣,٥ السندات Bonds

ويعرف السند القرض بأنه سند إذنى طويل الأجل، يتعهد مصدره بسداد قيمته الاسمية والفوائد المترتبة عليه في تاريخ معين.

مبررات التمويل بالأسناد:

١. الاستفادة من مزايا الدفع المالي (المتاجرة بالملكية).
٢. محدودية التكلفة.
٣. الميزة الضريبية.
٤. استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة.
٥. إمكانية استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق، يؤدي إلى تحقيق مرونة للشركة بتعديل هيكلها المالي.
٦. تناسب المستثمرين الذين يرغبون بعائد ثابت، ولا يريدون الدخول في مخاطر الأسهم العادية.

العوامل المقيدة(المحددة) لإصدار السندات من وجهة نظر المقترض:

- إن فوائد السندات تمثل تكاليف ثابتة على المنشأة، أي يجب دفعها سواءً حققت الشركة أرباحاً كبيرة أو قليلة أو حتى لو حققت خسائراً ومن هناك يفضل استخدام التمويل بالسندات في حالة ثبات إيرادات المشروع.
- زيادة المخاطر المالية للشركة، مع زيادة الاقتراض (إصدار السندات)، وذلك بسبب زيادة أعباء خدمة الدين.
- محدودية المبالغ التي تستطيع المنشأة اقتراضها.
- وجود بعض القيود القانونية على إصدار السندات.
- وجود الالتزامات التعاقدية التي تحد من الاستدانة بمختلف أشكالها، أو من إصدار السندات.

ومن الجدير بالذكر أن المادة ٨٨ من قانون الشركات السوداني وضعت شروطاً معينة لإصدار السندات وهي:

- سداد رأسمال الشركة بالكامل.
- أن ألا يتجاوز القرض رأسمال الشركة.
- موافقة الوزير المسبقة على إصدار السندات.
- موافقة الهيئة العامة للشركة.

أشكال الأسناد:

- **أسناد لحاملها:**

حيث تدفع الفائدة والقيمة الاسمية للسند لحامل هذا السند، وعند تداول السندات ليس هناك حاجة لتغير اسم حامل السند في سجلات الشركة.

- **أسناد اسمية:**

وهنا تدفع الفائدة والقيمة الاسمية للسند للشخص المسجل اسمه على متن السند، وعند تداول السندات، يجب إلغاء اسم المستفيد السابق، وتسجيل اسم حامل السند الجديد في سجلات الشركة المصدرة.

- **الأسناد القابلة للتحويل إلى أسهم:**

وهذه السندات يحق لحاملها تحويلها إلى عدد معين من الأسهم، وبناءً على رغبة حامليها.

- **أسناد الدخل:**

وهذا النوع من السندات لا يلزم الشركة بدفع فوائد على هذه الأسناد، إلا في حالة تحقيق الدخل، أما عند تعرض الشركة لخسارة، فإن الشركة لا تدفع فوائد على هذه السندات. أما القيمة الاسمية للسند، فيجب دفعها في موعد الاستحقاق. وفي العادة تكون فوائد هذه السندات تراكمية، أي يتم دفع هذه الفوائد في السنة التي تحقق الشركة فيها أرباحاً.

- **الأسناد ذات الفائدة الصفرية:**

وهذه الأسناد تباع بخصم إصدار، ولا يتم دفع فوائد عليها، ويتم سداد القيمة الاسمية لها في تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة التي تم فيها بيع السندات، الفوائد المتراكمة على هذه الأسناد.

أنواع الأسناد من حيث الضمان:

١. سندات مضمونة برهن أصول الشركة أو أية أصول أخرى.
٢. سندات غير مضمونة بأصول معينة: وتعتمد على المركز الائتماني للشركة المصدرة.

وفي العادة تكون أسعار الفائدة على الأسناد غير المضمونة أعلى من أسعار الفائدة على الأسناد المضمونة.

إطفاء السندات:

يتم سداد السندات بالطرق التالية:

- **السداد في تاريخ الاستحقاق.**
- **إطفاء السندات قبل حلول أجلها:**

أ. شراء السندات من السوق المالي.

ب. استدعاء السندات مقابل دفع عمولة استدعاء.

- **السداد الإجبارى** – احتياطى إطفاء السندات.

ويتم تكوين صندوق لإطفاء السندات، وسداد السندات، إما باستدعائها تدريجياً، أو شرائها من السوق المالي.

مبررات استدعاء السندات (التسديد المبكر):

- تخفيض تكلفة الاقتراض:
- فإذا انخفضت أسعار الفوائد على القروض، فإنها تقوم بسداد هذه السندات، وإصدار سندات جديدة بتكلفة أقل.
- التخلص من عبء الفائدة كلياً، إذا توفرت للشركة سيولة كافية لسداد السندات.
- التخلص من بعض القيود التي يفرضها عقد إصدار السندات، التي تكون قد قللت من قدرة الشركة على التصرف.

خصائص الأسناد:

- **فئات الأسناد:**

وتصدر السندات بفئات مختلفة مثل ١٠ جنيهات، و ١٠٠ جنيه، و١٠٠٠ جنيه، وتسمى هذه الفئات القيمة الاسمية للسندات.

- **تاريخ الاستحقاق:**

وتعتبر الأسناد من أدوات الاقتراض طويل الأجل التي قد تمتد إلى أكثر من ٢٠ سنة.

- **العائد:**

وهي الفائدة المدونة على متن السند، وقد تكون الفائدة على السند عائمة، أي حسب أسعار الفائدة في السوق، وقد يصدر السند بدون فائدة مثل السندات ذات الفائدة الصفرية.

٦,٣ الاستئجار Lease

تعريف الاستئجار:

هو عقد يتفق بموجبه طرفان: المؤجر والمستأجر، بأن يقوم الأول بتقديم أصل معين للطرف الثانى للإنتفاع به (استخدامه) لمدة معينة، على أن يقوم الطرف الثاني بدفع مبالغ محددة، بتواريخ محددة للطرف الأول.

أنواع الاستئجار:

- **الاستئجار المباشر:**

حيث يقوم المستأجر بالانتفاع من أصل لا يملكه.

- **البيع وإعادة الاستئجار:**

حيث تبيع إحدى الشركات الأصل، وتقوم بإعادة استئجاره من المالك. وهنا تنتفع بقيمة الأصل، وفي نفس الوقت تظل مستخدمة لهذا الأصل.

- **الاستئجار الثلاثى:**

وهنا يوجد ثلاثة أطراف في العملية، هما المؤجر والمستأجر والمقرض.

ترتيبات التأجير:

- التأجير المالي:

وهو التزام بدفع سلسلة من الدفعات المالية لمالك الأصل، لقاء استعماله لهذا الأصل تعادل في مجموعها قيمة الأصل وفوائده. وتكون صيانة الأصل من مسئولية المستأجر. ويستمر عقد الإيجار طيلة عمر الأصل. كما ان المستأجر لا يستطيع إلغاء عقد الإيجار.

- التأجير التشغيلى:

وهنا تكون فترة التأجير قصيرة، لذلك فإن الدخل المتحقق من الإيجارات لا يعوض المالك عن كامل قيمة الأصل، لأنه سوف سيقوم بتأجيره مرة أخرى. ويستطيع المستأجر هنا إلغاء عقد الإيجار بعد إشعار المالك بذلك.

- البيع وإعادة الاستئجار:

حيث يقوم المالك ببيع أصل إلى شخص آخر، ومن ثم إعادة استئجار نفس الأصل من جديد.

العوامل المؤثرة في قرارات الاستئجار:

- **الضريبة:**

من المعروف أن الإيجارات تعتبر مصاريف يتم اقتطاعها من الدخل قبل احتساب الضريبة، لذلك فإنها تمثل ميزة ضريبية للمستأجر.

- **السيولة:**

تعتبر بدلات الإيجار تدفقات نقدية داخلة للمؤجر، مما يعنى انتظام تدفقاته النقدية.

- **الضمانة:**

وتتمثل الضمانة في الأصل المؤجر.

زيادة قدرة المؤسسة على الاقتراض.

ثبات أسعار الفائدة (بدلات الإيجار).

٤. العوامل المحددة لأنواع التمويل

لو نظرنا إلى الهيكل المالي لعدد كبير من المشروعات، نجد أن هناك إختلاف في مكونات هذا الهيكل المالي، فبعضها يعتمد كلياً على أموال الملكية لتمويل أصوله واحتياجاته، والبعض الآخر يتوسع بشكل كبير في استخدام الأموال المقترضة بأنواعها المختلفة. ولكن يبرز سؤال هنا وهو، ما هي الأسباب التي تؤدي إلى وجود مثل هذه الاختلافات؟ والجواب على هنا هو:

إن هذه الاختلافات نتيجة لعدة عوامل يجب أخذها بعين الاعتبار، عند تحديد أنواع الأموال التي تستخدمها هذه المؤسسة، وأن عملية تحديد أنواع الأموال المستخدمة تعتمد على عدد من العوامل المتنازعة، منها ظروف المؤسسة نفسها، والحالة الاقتصادية العامة، وحالة الصناعة، بالإضافة إلى أن إدارة المؤسسة لا تتمتع بحرية كاملة عند اتخاذها القرار المطلق بتحديد المزيج الذي يكون هيكلها المالي، أي تحديد نسبة كل من الاقتراض والملكية. كما أن هذه الحرية مرتبطة ارتباطاً كبيراً بمدى توفر الأنواع المختلفة من الأموال التي ترغبها الإدارة، وعليه يجب التوفيق بين رغبة الإدارة وبين الشروط والقيود التي يضعها موردو الأموال في ضوء العوامل المحددة لأنواع الأموال المستخدمة.

وأهم العوامل التي تحدد أنواع الأموال المستخدمة والمناسبة للمؤسسة هي:

أولاً: الملاءمة: Suitability

أن المقصود بهذا العامل هو الملاءمة بين أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول التي ستقوم هذه الأموال بتمويلها، أي أن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة، يجب أن تكون مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة ومتمشية مع طبيعتها.

فالأموال طويلة الأجل للاحتياجات الطويلة الأجل كشراء الأصول الثابتة مثلاً، والأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل مثل الاحتياجات الموسمية.

ويمكن تقسيم أصول المنشأة إلى ما يلي:

أ. **الأصول الثابتة:**

وهي الأصول التي تقدم خدماتها لفترة طويلة.

ب. **الأصول المتداولة:**

وتقسم إلى:

١/ **الأصول المتداولة الدائمة:**

وهي أدنى حد من الأصول المتداولة الواجب الاحتفاظ بها دوماً، لضمان العملية التشغيلية وبقاء المؤسسة، كوجود بضاعة في المخزون ورصيد في الصندوق، ولدى البنك، ولابد من وجود ذمم مدينة، وأوراق قبض ومدفوعات مقدماً...إلخ.

٢/ الأصول المتداولة المؤقتة:

وهي الزيادة التي تطرأ على أصول المؤسسة في المواسم المختلفة حسب طبيعة السلعة الموسمية، فالزيادة على الأصول هذه، تزيد في بداية الموسم ثم تختفي في نهايته.

إن التقسيم أعلاه للأصول يساعد على تحديد نوع الأموال الواجب استخدامها لتمويل هذه الأصول، فيجب تمويل الأصول الثابتة بأموال الملكية، وهي أموال طويلة الأجل، وتمويل الأصول المتداولة الدائمة بأموال الاقتراض طويلة الأجل (كالائتمان المصرفي طويل أو متوسط الأجل أو السندات)، أما الأصول المتداولة المؤقتة، فيجب تمويلها بأموال ائتمان تجاري أو مصرفي قصير الأجل.

وإن عدم مراعاة هذا العامل يسبب مشاكل للمؤسسة، أما تجميد الأموال إذا مولت حاجات قصيرة الأجل بأموال طويلة الأجل أو الوقوع بالعسر المالي(عدم السيولة)، إذا مولت حاجاتها طويلة الأجل بأموال قصيرة الأجل، ولهذا يصبح من أهم أغراض المدير المالي في هذه الحالة تمويل الأصول المتداولة المؤقتة عن طريق قروض قصيرة الأجل تتميز بالمرونة، بحيث يمكن زيادتها أو إنقاصها تبعاً للتقلبات في حجم الأموال، وعلى أى حال ينبغى على المدير المالي أن يوازن بين هذا الفرض، وبين أهمية الاعتبارات من العوامل الأخرى.

ثانياً: الدخل: Income

إن المدير المالي يستطيع تحسين العائد المتحقق على أموال أصحاب المشروع عن طريق الاقتراض بكلفة أقل من العائد المحقق على الموجودات، حيث يطلق على هذه العملية اصطلاح (المتاجرة بالملكية، أو الرفع المالي)، فالمتاجرة بالملكية هي الاستعانة برؤوس أموال الغير، لمساعدة رؤوس أموال أصحاب المشروع في تمويل الاحتياجات اللازمة.

ونظراً لأن أصحاب المشروع يكون حقهم في الدخل المتحقق غير محدد، فإن عملية الرفع المالي تحدث كلما حصل المشروع على أموال مقابل دفع عائد محدد، سواء كان هذا العائد فائدة على قرض، أوعلى أسهم ممتازة، ورغم أن المحللين الماليين

يستبعدون القروض قصيرة الأجل عند الحديث عن المتاجرة بالملكية، إلا أن هذه القروض لها نفس تأثير القروض طويلة الأجل. ولذلك أحد الأهداف الرئيسة لتخطيط أنواع الأموال التي ستستخدم في الهيكل المالي، هو تحقيق دخل مرتفع للملاك الباقيين.

ويمكن تعريف الرفع المالي بأنه مدى أعتماد المؤسسة على الاقتراض في تمويل عملياتها. فإذا كانت كلفة الاقتراض أقل من العائد على الموجودات فإن ذلك يكون فيه العائد على أصحاب المشروع أفضل، مما لو كان التمويل جميعه من أصحاب المشروع، وتكون نتائج الرفع المالي عكسية أى ينخفض العائد على حقوق المالكين في حال كانت كلفة الاقتراض، أعلى من العائد المتحقق على الموجودات، أما في حالة تساوى العائد على الموجودات مع كلفة الاقتراض فإنه لا يكون هناك فرقاً في العائد على حقوق المساهمين، سواء إعتمدت المؤسسة على الاقتراض أو عدمه.

ثالثاً: الخطر: Risk

إن المقصود بالخطر هنا هو الخطر الذي يلحق بأصحاب المشروع نتيجة لزيادة الالتزامات على المشروع، وكثرة عدد الناس الذين يتقدمون عليهم في الأولوية على الدخل وعلى الموجودات عند التصفية. ويزداد عند احتمال عدم بقاء شيء لأصحاب المشروع، حيث يأتى هؤلاء بالمؤخرة عند مطالبتهم لحقوقهم بالنسبة للدخل أو الأصول. وهنا فإن أي فشل يحيق بالمؤسسة يكون الملاك الباقون هم أول من يحس به، وعليه ستتوقف مسحوبات الملاك، ويتوقف توزيع الأرباح على المساهمين الباقين لضمان إستمرار الدفع للدائنين والملاك الممتازين، وهناك حالتان يزيد فيهما الخطر الذي يتعرض له الملاك الباقون وهما:

أ. زيادة الالتزامات المتعلقة بضرورة قيام الشركة دورياً بسداد جزء من أصل القرض القائم بالفعل، ولتقدير مدى الخطر الذي ينتج عن مثل هذه الاتفاقات، يتم مقارنة التدفقات النقدية السنوية الخارجة، واللازمة للسداد، مع التدفقات النقدية السنوية الداخلة والناتجة عن الأرباح (بعد الضرائب، ولكن قبل أى نفقات غير نقدية مثل الإهلاك).

ب. استخدام الرفع المالي(المتاجرة بالملكية)، حيث يزيد خطر خسارة الملاك الباقين لو انخفضت قيمة الأصول، وهذا يتم بصفة خاصة في حالة تصفية الشركة.

ولذلك يجب على المدير المالي أن يوازن بين الدخل الناتج عن المتاجرة بالملكية، والأخطار الموروثة في هذا النوع من التمويل.

رابعاً: السيطرة والإدارة: Authority

إن رغبة الملاك الباقين في الاحتفاظ بسيطرتهم على الشركة، من العوامل التي تلعب دوراً في تخطيط أنواع الأموال المستخدمة. وفي العادة إن الدائنين لا يتدخلون في إدارة الشركة عندما تكون الأمور طبيعية، فإنه لو حصلت الشركة على احتياجاتها المالية عن طريق الدائنين أو الملاك الممتازين، فإن سيطرة الباقين على الإدارة ستبقى كما هي دون مساس.

وإذا كان هدفهم الرئيس المحافظة على السيطرة، فإنه من الأفضل الحصول على الأموال من هذا المصدر. ولكن هذا لا يحدث دائماً، فلو توسعت الشركة في الاقتراض إلى حد عجزها عن دفع الفائدة، أو سداد الأصل، فإن الدائنين قد يضعون أيديهم على أصول الشركة للحصول على حقوقهم. وفي هذه الحالة يفقد جميع الأطراف السيطرة على الشركة، لأنها ستختفي من الوجود.

وبالتالي سيكون من الأفضل التضحية بجزء من السيطرة عن طريق زيادة أموال الملكية، ودخول بعض الملاك الباقين الجدد. وذلك بدلاً من فقد المشروع كله، لو حدث التمويل عن طريق التوسع الزائد عن الحد في الاقتراض.

خامساً: المرونة: Flexibility

وهي قدرة المؤسسة على تعديل مصادر الأموال بالزيادة أو النقص، تبعاً للتغيرات الرئيسة في الحاجات إلى هذه الأموال. وعليه نجد أن القروض القصيرة الأجل تسمح بالتعديلات في مصادر الأموال، حتى تتمشى والتقلبات الموسمية في الأصول المتداولة.

إن توفر المرونة للمؤسسة يحقق الأمور التالية:

أ. إمكانية الحصول على أكبر عدد ممكن من البدائل عندما تحتاج المؤسسة إلى التوسع أو الإنكماش في مجموع الأموال التي تستخدمها.

ب. القدرة على استخدام أنواع الأموال المتاحة أكثر من غيرها في وقت معين.

ج. ج- زيادة قدرة المؤسسة في المساومة عند التعامل مع مورد محتمل.

وتفقد المؤسسة مرونتها في الحالات التالية:

١. عند زيادة الالتزامات المترتبة على المؤسسة، وعند حاجتها لبعض الأموال الإضافية، فإنها قد لا تكون قادرة على الحصول على أية أموال مقترضة رغم توفر أموال الاقتراض في السوق وبفائدة أقل.
٢. عدم القدرة على توفير ضمانات لأية قروض إضافية بنفس الضمانات للقروض السابقة يحد من قدرة المؤسسة على الاقتراض.
٣. قد تؤدى بعض الشروط المعينة في العقود الماضية مع الدائنين إلىتقييد مقدرة المؤسسة الحالية في الحصول على الأموال الإضافية.

إن عامل المرونة لا تحتاج اليه المؤسسة عند التوسع فقط، بل تحتاج إليه في حالة الإنكماش. فإذا أرادت التخلص من بعض الأصول وإستعمال ثمنها في تخفيض الإلتزامات عليها فإن الأموال المقترضة تحقق هذه المرونة، وخاصة عند وجود شرط للدفع المسبق أو إستدعاء الأسناد قبل موعدها في العقد المتفق عليه، وقبول الدائن أو عدم قبوله يتوقف على قوة المؤسسة في المساومة وقت إجراء العقد.

سادساً: التوقيت: Time

إن هذا العامل يرتبط ارتباطاً وثيقاً بالمرونة، ويعنى التوقيت هو اختيار المؤسسة للوقت المناسب للحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكنة، وعن طريق الاقتراض أو أموال الملكية. وتحقق المؤسسة وفورات كبيرة عن طريق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض، والتمويل خلال الدورات التجارية.

ورغم أهمية هذا العامل، إلا أن العوامل الأخرى قد تكـون أكثـر أهميـة، ففـي بعض الحالات تدعو الحاجة إلى الأموال بشكل يجعل من الضروري الحصول عليها حتـى ولو كانت تكلفتها مرتفعة نسبياً. وأحياناً قد تتـوفر الأمـوال المقترضـة بتكلفـة رخيصـة. ولكن لعدم الحاجة إليهـا لا يـتم اللجـوء إليهـا. ولهـذا تلعـب ظـروف السـوق وحاجـة المؤسسة في تلك الفترة دوراً مهماً في التوقيت للحصول على الأموال من مصادرها.

سابعاً: معايير المديونية للصناعة: Industry Standard Loans

هناك مستويات متعارف عليها لنسبة بإجمالي الديون إلى صافي حقوق المسـاهمين لمختلف أنواع الصناعات، ويجب أن لا تشذ المؤسسة في حجم مديونيتها عن هذا الـنمط، لأن ذلك يوقظ الدائنين ويجعلهم يشكون في سلامة الموقف المالي للمقترض.

ثامناً: الظروف الاقتصادية العامة: Conditions

تاسعاً: حجم المؤسسة: Size

عاشراً: التصنيف الائتماني للمؤسسة: Credit Classification



الفصل الرابع

تكلفة التمويل وقرارات

الهيكل المالي للمنشأة

المقدمة

سندرس خلال هذه الفصل أولاً تكلفة رأس المال التي تتكون من تكلفة الأسهم الممتازة، وكلفة الأرباح المحتجزة، وكلفة الأسهم العادية الجديدة، والاستفادة من مخصصات الاستهلاك التراكمية في التمويل الاستثماري والرأسمالي، كما سندرس أيضا المشكلات والمخاطر المتعلقة بكلفة رأس المال.

أما القسم الثاني فإن قرارات الهيكل المالي للمنشأة، هو الموضوع المعني حيث يمكنك التعرف على المخاطر ومعدل العائد على الأسهم وحسابها، وفقاً للمعادلات المعدة لذلك، وحساب معدل العائد المتوقع، وقياس المخاطر، والتعرف على تأثير التضخم على قيمة العملات، وأشخاص القوة الشرائية، وأشخاص العائد على الاستثمار.

١. كلفة رأس المال Cost of Capital

إن التدفقات النقدية الداخلة التي تتوقعها شركة ما في حالة تنفيذها لمشروع معين، يعتمد على القيمة الحالية لتلك التدفقات، فإذا تبين أن القيمة الحالية للتدفقات الداخلة أعلى من تكلفة المشروع، فإنها ستقوم بالاستثمار، وإذا تبين أنها أقل فسوف ترفضه، ولكن لابد أولاً من تحديد معدل سعر الخصم المناسب لاستخدامه في حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة"، أو كلفة رأس المال بالنسبة للشركة".

وهكذا، نرى أن معدل الخصم، أو كلفة رأس المال، أو معدل العائد الذي تحدده الشركة، كثيراً ما يستعمل كمعيار لقبول أو رفض المشاريع الجديدة، وعند استخدام طريقة صافي القيمة الحالية، سنجد أنها تقبل المشروع إذا كان صافي القيمة الحالية له

موجباً أو مساوياً للصفر، حيث نقوم بخصم التـدفقات النقديـة باسـتعمال معـدل العائـد المطلوب، وفي حالة استخدام طريقة معدل العائد الداخلي، فإن الشركة تقبل المشروع إذا كان معدل العائد المتوقع له أعلى من معدل العائد المطلوب، غالباً ما يكون معدل العائـد المطلوب هو ذاته كلفة رأس المال، ومن هنا يتأكد لنـا أهميـة معـدل العائـد المطلـوب في قبول أو رفض المشاريع، وفي تقييم الاستثمارات بوجه عام، وكما سنرى فيما بعد.

وعلاوة على أهمية استخدام كلفة رأس المال في مجال الاستثمارات الرأسماليـة، إلا أنها تستخدم أيضاً لأغراض أخرى، فمثلاً، تعتبر كلفة رأس المال عاملاً رئيساً في قرارات الاسـتئجار والشـراء، والقـرارات الخاصـة باسـترداد السـندات، وتلـك المرتبطـة بنسـب مساهمة الديون في تكوين رأس المال.

كما أنها تستخدم على نطاق واسع في الشركات العامة الكبيرة مثل الكهرباء والماء، وشركات النفط وغيرها من الاستعمالات في مجالات الاستثمار الرأسمالي.

وعادة ما تلجأ المنشآت إلى مصادر متعددة لتمويل استثماراتها، كما تختلف كلفـة كل مصدر عن المصدر الآخر، وهكذا تختار المنشأة المصدر الملائم الذي تكون فيـه تكلفـة رأس المال أقل، إلى جانب اعتبارات أخرى، فالأرباح المحتجـزة لهـا كلفـة معينـة، كمـا أن للقروض البنكية كلفة معينة أخرى، وكذلك السـندات، وتعـرف كلفـة رأس المـال بأنهـا" الكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل".

ومن الطبيعي أن نقوم بتقدير كلفة رأس المال بالنسبة لكـل مصـدر، ثـم تـرجح تلك الكلفة بما يتناسب مع نصيب كل مصدر من مصادر التمويـل، إذا جمعنـا كلفـة كـل مصادر التمويل، فإننا نحصل بالتالي على الكلفة الإجمالية المرجحة لرأس المال. والغرض الأساس من تقدير كلفة رأس المال هو اسـتخدامها كمعيـار لتقيـيم المشـاريع مـن حيـث القبول أو الرفض.

١,١ حساب كلفة رأس المال

كما ذكرنا من قبل أن الشركة غالباً ما تلجـأ إلى أكثـر مـن مصـدر للحصـول علـى الأموال، وأن لكل مصدر كلفة مختلفة، فمنها ما يحمل كلفة متغيرة، ومنها ما يحمل كلفـة

ثابتة، وأخرى لا تكون كلفتها معروفة على وجه الدقة. وكبداية، يلزمنا لحساب كلفة رأس المال أن نقوم أولاً بحساب كلفة الأموال الإضافية التي تم حجزها من العمليات، ومن ثم الانتقال إلى حساب الكلفة الإجمالية لتكوين رأس المال Capital Formation، **فيمكن تلخيصها في الخطوات الثلاث التالية:**

أولاً: تحديد مصادر الأموال الواجب استخدامها لتحقيق هيكل متوازن لرأس المال، مثلاً، هل المصدر سيكون عن طريق بيع الأسهم، أم إصدار السندات أو قروض مباشرة من البنوك، أم هي خليط من كل أو بعض هذه المصادر.

ثانياً: تحديد تكلفة كل مصد، في ضوء حصته في تكوين رأس المال، ومن الأفضل إظهار هذه التكلفة على شكل نسبة إلى جانب المبلغ المطلوب، لتسهيل عملية المقارنة مع معدلات العائد أو لاستخدامه في حساب القيمة الحالية التي تقوم على أساس صافي التدفقات النقدية بعد دفع الضرائب.

ثالثاً: الترجيح بالأوزان لتكلفة كل مصدر من مصادر الأموال المستخدمة، بحيث نحصل في نهاية المطاف على متوسط مجموع الأوزان المرجحة لتكلفة كل المصادر المستخدمة، الذي يشكل الكلفة الإجمالية المرجحة لرأس المال.

ولتنفيذ الخطوات الثلاث المذكورة أعلاه، فإننا نبدأ بالخطوة الأولى، وهي تحديد مصادر الأموال المتاحة، ثم ننتقل إلى الخطوة الثانية وهي:

حساب كلفة كل مصدر من مصادر الأموال الآتية:

وفيما يلي طريقة حساب كلفة رأس المال لكل مصدر على حدة من هذه المصادر.

١. الديون قصيرة الأجل.
٢. الديون طويلة الأجل.
٣. الأسهم الممتازة.
٤. الأرباح المحتجزة.
٥. الأسهم العادية.

كلفة الديون: Cost of Debts

بوجه عام، يمكن تعريف كلفة الـديون بأنهـا "معـدل العائـد الـذي يتوقـع الـدائنون الحصول عليه عندما يحين موعد السداد مقابل استخدام أموالهم من قبل المقترضـين" ومـن وجهة النظر الزمنية، هناك ديون قصيرة الأجل وأخرى طويلة الأجل.

كلفة الديون قصيرة الأجل

عند حساب تكلفة الديون يجب الأخذ بالحسبان تعديل سـعر الفائـدة علـى الـدين سواء كان قصير أو طويل الأجل، أي جعله بعد دفع الضـرائب ولـيس قبلـها، وبالنسـبة للدين قصير الأجل فإننا نعنى بذلك النوع الذي يحمل سـعر فائـدة، فعـادة مـا يظهـر في ميزانية الشركة بعض الحسابات في جانب المطلوبات المتداولة، مثل المسـتحقات أو الـذمم الدائنة، ولا يترتب عليها دفع فوائد، مثل هذه المطلوبـات لا تعتـبر مصـادر أمـوال عنـد حساب كلفة رأس المال، أما الديون قصيرة الأجل التي تحمل سعر فائـدة، فمـن الطبيعـي أن تقوم الشركة بمقارنة الفائدة الـتي تـدفعها، بـالأموال المتحققـة والمتـوفرة للاسـتعمال، فكثيراً ما تقوم البنوك بطرح الفائدة مقدماً، من مبلغ الدين، ودفـع البـاقي إلى المقـترض، وعندما يقوم البنك بهذا الإجراء فإن سعر الفائدة الحقيقي يصبح أكبر مـن سـعر الفائـدة المعلن، فإذا حصلت إحدى الشركات على دين قصير الأجل مقداره ١٠٠٠ جنيـه بسـعر فائدة ٦٪ ولمدة سنة، فإن المقترض سيستلم ٩٤٠ جنيه فقط، وفي هذه الحالة تصبح كلفـة الدين الحقيقية ٦,٣٨٪ يتم حسابها كالتالي:

كلفة الدين (قبل دفع الضريبة) = $\frac{٦٠}{٩٤٠}$ x ١٠٠ = ٦.٣٨%

ويعود السبب في ذلك، إلى أن البنك يقوم بخصـم القيمـة المسـتقبلية مقـدماً مـن مبلغ الدين، بينما يدفع للمقترض القيمة الحالية.

كلفة الدين طويل الأجل:

تستخدم كلفة الدين "بعد خصم الضريبة" لحساب الكلفة المرجحة لرأس المال، وهي تمثل سعر الفائدة على الدين الجديد (ك د) ناقصاً الوفورات الضريبية الناتجة عن إمكانية خصم الفوائد، مضروبة في (١-ت)، حيث (ت) المعدل الحدي للضريبة بالنسبة للشركة، **ويمكن التعبير عن ما سبق بالمعادلة التالية:**

كلفة الدين بعد خصم الضريبة = سعر الفائدة – الوفورات الضريبية = كد (ت) -كد = كد (١ -ت).

مثال (١):

إذا كان بإمكان الشركة الصناعية الوطنية الحصول على دين بفائدة ١٠٪، وكان المعدل الحدي للضريبة الحكومية هو ٤٠٪، فما هي كلفة الدين بعد دفع الضريبة الحكومية ؟

الحل:

كلفة الدين بعد دفع الضريبة = ك$_د$ (١-ت)

= ١٠٪ (١-٤,)

= ١٠٪ (٠,٦)

= ٦٪

إن السبب الذي يدعو الشركات إلى استخدام كلفة الدين بعد خصم الضريبة، هو أن زيادة قيمة السهم تعتمد على التدفقات النقدية بعد خصم الضريبة، وبما أن الفوائد نفقات قابلة للخصم، فإنها تولد وفورات ضريبية تخفض الكلفة الصافية للدين، حيث تصبح كلفة الدين بعد خصم الضريبة، أقل من كلفة الدين قبل خصم الضريبة. وحيث إن التدفقات النقدية ومعدلات العائد تستند على أسس متماثلة، فقد تم تعديل سعر الفائدة باتجاه الأسفل، لمراعاة المعالجة الضريبية المفضلة للدين.

ويجب ملاحظة أن كلفة الدين هي سعر الفائدة على دين جديد، وليس المقصود به على الدين القديم، لأن اهتمامنا الرئيس بكلفة رأس المال، يتمثل في إمكانية استخدامه في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمارات الرأسمالية، كالقرار الخاص بالحصول على أموال جديدة لشراء الآلات، أو الأدوات الجديدة أو إجراء التوسعات.

لقد بدأنا بحساب كلفة الديون طويلة الأجل، وطبقنا مثالاً لدين مدته سنة، وتختلف طريقة الحساب قليلاً لو كان الدين يستمر لعدد من السنين، ولو أن الاقتراض تم عن طريق إصدار السندات كمصدر من مصادر الديون طويلة الأجل، لتوجب علينا مقارنة صافي التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من إصدار السندات بالمدفوعات النقدية المتعلقة بالسند التي التزمت بها الشركة، ولحساب كلفة الديون التي تشكل إلتزاماً على الشركة، ويجب تسديدها خلال فترة زمنية متفق عليها، إما دفعة واحدة عند موعد الاستحقاق، أو على أقساط متساوية سنوياً أو نصف سنوية، أو كل شهر، وسوف نستخدم أمثلة مختلفة لتوضيح طريقة **حساب كلفة هذا النوع من الديون، وعلى فرض أن:**

ف= الفائدة السنوية بالجنيه.
م = مدة السند (الدين) بالسنوات.
س = سعر بيع السند بعد طرح المصاريف (القيمة الاسمية – المصاريف).
ق = قيمة السند عند انتهاء مدته.
ك د = كلفة الدين بعد دفع الضريبة، د = كلفة الدين قبل دفع الضريبة.

معادلة كلفة الديون هي كما يلي:

$$كد = \frac{ف + \frac{ق - س}{م}}{\frac{ق + س}{2}}$$

مثال (٢):

أصدرت الشركة الصناعية الوطنية سندات بقيمة اسمية مقدارها ١٠٠ جنيه لكل سند ولمدة ٥ سنوات، تقوم بعدها ببيع هذه السندات بقيمتها الاسمية، وقد تحملت الشركة مصاريف إصدار بلغت ٢٪ من القيمة الاسمية، وتدفع ضريبة نسبتها ٤٠٪، و٥٪ معدل فائدة على هذه السنوات.

المطلوب:

معرفة كلفة هذا الدين (السندات) ؟

الحل:

بتطبيق المعادلة السابقة يأتي الحل كما يلي:

٥ + (٩٨– ١٠٠)

ك د = ٥

١٠٠x ٩٨ + ١٠٠

٢

٢٧ ٥+٢

= ٥ ٥ = ٥ , ٤ x١٠٠

٩٩ ٩٩ ٩٩

= ٥ , ٤٥٪

ك د بعد دفع الضرائب = ٥ , ٤٥٪(١–٤ , ٠) = ٣ , ٢٧٪

وهناك، طريقة أخرى أكثر دقة واستعمالاً في أسواق المال والاستثمار، **وتسمى "بالطريقة المتقنة"** وطبقاً لهذه الطريقة نقوم باستخدام جداول القيمة الحالية التي تمكننا من التوصل إلى نتيجة أكثر دقة لتكلفة السندات، ولكن المشكلة التي تعترضنا هي استخراج سعر الفائدة الذي يجعل المدفوعات السنوية ومقدارها ٣ , ٢٧ جنيه، والدفعة النهائية ١٠٠ جنيه تساوي التدفقات النقدية الداخلة الحالية وهي ٩٨ جنيهاً، وهنا يلزم استخدام جداول القيمة الحالية للحصول على ما نريد.

مثال (٣):

أصدرت الشركة الصناعية الوطنية سندات بقيمة ١٠,٠٠٠ جنيه، ولمدة ٥ سنوات، بسعر فائدة ٥٪، وقد بلغت مصاريف الإصدار ٢٪ من قيمة الدين، وتدفع الشركة عادة ضريبة مقدارها ٤٠٪، وكان من شروط الدين هو أن تقوم بسداد السندات حسب قيمتها الاسمية وعلى أقساط سنوية متساوية.

المطلوب: حساب كلفة الدين؟

الحل:

صافي التدفقات النقدية من بيع السندات = قيمة الدين – مصاريف الإصدار

= ١٠,٠٠٠ – ٢٠٠ = ٩٨٠٠ جنيه

- القسط السنوي المستحق = ١٠,٠٠٠/ ٥ = ٢٠٠٠ جنيه

- الفائدة السنوية المستحقة هي:

السنة	سعر الفائدة	المبلغ المتبقي من الدين	الفائدة المستحقة(د)
١	٥٪	١٠،٠٠٠ جنيه	٥٠٠ جنيه
٢	٥٪	٨٠٠٠	٤٠٠ جنيه
٣	٥٪	٦٠٠٠	٣٠٠ جنيه
٤	٥٪	٤٠٠٠	٢٠٠ جنيه
٥	٥٪	٢٠٠٠	١٠٠ جنيه

كلفة الدين قبل الضريبة =

$$٩٨٠٠ = \frac{٢٥٠٠}{(١+د)^{١}} + \frac{٢٤٠٠}{(١+د)^{٢}} + \frac{٢٣٠٠}{(١+د)^{٣}} + \frac{٢٢٠٠}{(١+د)^{١}} + \frac{٢١٠٠}{(١+د)^{١}}$$

وعند حساب المعادلة ، نجد أن طرفيها متساويان أي أن كلفة الدين مساوية لسعر الفائدة، وبعبارة أخرى تكون كلفة الدين هي نفسها سعر الفائدة، أما قيمة (د) في المعادلة فيمكن استخراجها بطريقة معدل العائد الداخلي التي سنقوم بتوضيحها.

العائد السنوي المتوقع = $\frac{١١،٥٠٠}{٥}$ = ٢٣٠٠ جنيه (وهو متوسط الدفعات)

فترة الاسترداد = $\frac{٩٨٠٠}{٢٣٠٠}$ = ٤,٢٦١ سنة

وبالرجوع إلى جدول القيمة الحالية للدفعات السنوية المتساوية (أ-٤)، نجد أن أقرب معامل هو ٤,٢١٢ يقع تحت عمود ٦٪، وبالتالي يكون صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية مساوية للصفر عند نسبة ٥,٤٥٪ على وجه الدقة.

كلفة الديون بعد الضريبة = ٥,٤٥٪ (١-٤ر)

= ٥,٤٥٪ x (٠,٦)

= ٣,٢٧٪

ويمكن بسهولة ملاحظة أن كلفة الديون تقل بعد احتساب الضريبة، وتكون مرتفعة قبل احتساب الضريبة على الأرباح التي تحققها الشركة، وهكذا تهتم الشركات بكلفة الديون قبل أو بعد دفع الضريبة، لأن الفوائد التي تدفعها على الدين تخصم من الأرباح باعتبارها مصاريف تشغيلية تدخل ضمن تكاليف عملية الإنتاج، ولهذا السبب تفضل الشركات استخدام أموال الغير، لأن هذا المصدر هو من مصادر الدين قليلة الكلفة في الدول التي تكون نسب الضرائب فيها عالية بوجه خاص، وتلجأ الشركات إلى مثل هذه الحسابات لتحقيق الاستفادة من المزايا التي يوفرها قانون الضرائب.

١,٢ كلفة الأسهم الممتازة

يمكن تعريف كلفة الأسهم الممتازة، بأنها معدل العائد الذي يتطلع إليه المستثمرون على السهم الممتاز، وتشكل الأسهم الممتازة مثلها مثل الديون إلتزاماً مالياً ثابتاً على الشركة تدفعه كنسبة معينة من الأرباح كل سنة، ويختلف السهم الممتاز عن الدين، في أن الأول غير محدد بمدة زمنية معينة بعكس الثاني الذي يكون محدداً بفترة يتعين على الشركة خلالها سداد الدين، إلا إذا نصت شروط الإصدار على عكس ذلك، كما أن الدائنين يحصلون على حقوقهم قبل حملة الأسهم الممتازة عند التصفية بينما يحصل حملة الأسهم العادية على حقوقهم بعد حملة الأسهم الممتازة عند إفلاس الشركة أو تعرضها للتصفية، وهذه ميزة من مزايا الأسهم الممتازة، وعلى أي حال فإن القانون السوداني يحظر على

الشركات المحلية إصدار مثل هذه الأسهم. ويتم حساب كلفة الأسهم الممتازة على أساس الأرباح الممتازة مقسومة على صافي سعر الإصدار، أو السعر الذي تحصل عليه الشركة بعد خصم تكاليف الإصدار:

كلفة الأسهم الممتازة = الربح الموزع للسهم الممتاز / سعر السهم الممتاز – (تكاليف الإصدار) x١٠٠%

مثال (٤):

تقدم الشركة الصناعية الوطنية ربحاً سنوياً مقداره ١٠ جنيهات على السهم الممتاز، بينما سعره في السوق ١٠٠ جنيه، وقدرت تكاليف الإصدار بـ ٢,٥٪ أو ٢,٥ جنيه لكل سهم: المطلوب حساب كلفة السهم الممتاز.

كلفة السهم الممتاز = ١٠ / (١٠٠-٢.٥ = ٩٧.٥) = ١٠ / ٩٧.٥ x١٠٠%

= ١٠.٢٦ جنيها. أو ١٠.٢٦%

نلاحظ، أن عملية حساب كلفة الأسهم الممتازة تمت بدون أي تعديلات ضريبية، لأن أرباح الأسهم الممتازة على العكس من نفقات الفائدة على الدين غير قابلة للخصم وبالتالي لا يوجد وفورات ضريبية مرتبطة باستخدام السهم الممتاز، والسبب في ذلك يعود إلى أن الفوائد على الدين تعامل كتكلفة يتم طرحها من المبالغ التي تخضع للضريبة، بينما الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة يتم صرفها من الأرباح ولا تعتبر من التكاليف.

٣,١ كلفة الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة مصدراً سهلاً من مصادر التمويل التي تستخدمها الشركات ويمكن تعريف كلفة الأرباح المحتجزة بأنها، كلفة الفرصة البديلة، أو معدل العائد الذي يتطلع إليه حملة الأسهم العادية جراء احتجاز جزء من أرباحهم.

إن السبب الذي يدعو إلى تحديد كلفة رأسمالية للأرباح المحتجزة يقوم على مبدأ كلفة الفرصة البديلة، فالأرباح المتبقية بعد دفع الفوائد لحملة السندات والأرباح الممتازة، وبعد دفع الضريبة، تصبح من حق حملة الأسهم العادية، ويتم من خلال هذه الأرباح تعويضهم مقابل استخدام رؤوس أموالهم، وقد تختار الإدارة إما دفع الأرباح على شكل أسهم أو حجزها وإعادة استثمارها من جديد، فإذا قررت الإدارة احتجاز الأرباح أو جزء منها، فإنه يكون هناك كلفه فرصة بديله، ومعنى ذلك أن لو كان بإمكان حملة الأسهم الحصول على كامل أرباحهم من الشركة واستثمارها بأنفسهم في أي مجال، وتحقيق أرباح إضافية عليها، فإن على الشركة أيضاً أن تحقق من إعادة استثمار الأرباح التي احتجزتها نفس مستوى الربح على الأقل، إذا قامت باستثمارها في مشاريع تواجه مستوى مماثل من المخاطر. فإذا لم تستطع استثمار الأرباح المحتجزة وتحقيق ذلك المستوى من الربح، فإن عليها دفع الأموال إلى حملة الأسهم كي يستثمروها هم أنفسهم مباشرة في موجودات أخرى تحقق لهم ذلك الربح الذي يتطلعون إليه.

وبما أن الدين والأسهم الممتازة عبارة عن التزامات تعاقدية بين الشركة والدائنين، ولها كلفة يمكن تحديها بسهولة، فإنه ليس من السهل في بعض الأحيان حساب كلفة الأرباح المحتجزة (رأس المال الداخلي). فلو كان السهم في حالة توازن وهذه هي الحالة العادية، فإن معدل العائد المطلوب عليه يساوي أيضاً معدل العائد المتوقع منه، وبما لا يقل عن كلفة استخدام الأرباح المحتجزة.

العائد المطلوب على السهم يساوي السعر الخالي من المخاطر، بالإضافة إلى علاوة المخاطرة، بينما العائد المتوقع على السهم الثابت النمو، يساوي ربح السهم بالإضافة إلى معدل النمو المتوقع.

وبما أن المعدلين لابد وأن يكونا متساويين، فإن بالإمكان تقدير كلفة الأرباح المحتجزة إما على أساس:

معدل العائد المطلوب = عائد السهم (السعر الخالي من المخاطر) + علاوة المخاطرة.

أو معدل العائد المتوقع = عائد السهم + معدل النمو المتوقع

وعموماً ، يوجد ثلاثة طرق تستخدم عادة حساب كلفة الأرباح المحتجزة هي:

طريقة (نموذج) تسعير الموجودات الرأسمالية.
طريقة عائد السند + علاوة المخاطرة.
طريقة عائد السهم + معدل النمو أو التدفق النقدي المخصوم.

طريقة أو نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية:

ولاستخدام هذا النموذج نتبع الخطوات التالية:

- **تقدير السعر البعيد عن المخاطرة**، إما على أساس سعر السندات الحكومية الطويلة الأجل، أو القصيرة الأجل (٣٠ يوماً).
- **تقدير معامل بيتا للسهم**، واستخدامه كدليل لدرجة المخاطرة التي يواجهها السهم.
- **تقدير معدل العائد المتوقع** في السوق، أو على السهم العادي.
- **إحلال القيم السابقة في معادلة تسعير** الموجودات الرأسمالية لتقدير معدل العائد المطلوب على السهم وهي:

معدل العائد المطلوب (م$_{ع}$) = السعر البعيد عن المخاطرة (س) + (معدل العائد المتوقع على السهم العادي (م$_{ق}$ – س) بيتا(ب).

وبما أن كلفة الأرباح المحتجزة = معدل العائد المطلوب،

فإن صياغة المعادلة السابقة تصبح كما يلي:

كلفة الأرباح المحتجزة = س+ (مق – س) (ب)

ولتوضيح المعادلة، فلو افترضنا أن س = ٨٪، مق = ١٣٪ ، ب= ٠,٧٪ بالنسبة للسهم العادي، فإن كلفة الأرباح المحتجزة = معدل العائد المطلوب (م ع) **وتحسب كما يلي:**

كلفة الأرباح المحتجزة = ٨٪ + (١٣٪ - ٨٪) (٠,٧)

= ٨٪ + (٥٪) (٠,٧)

= ٨٪ + ٣,٥٪

= ١١,٥٪

إذن كلفة الأرباح المحتجزة = ١١,٥٪

ولو كانت قيمة (ب) = ١,٨ أي أن السهم أكثر خطورة من المعدل،

فإن قيمة مع لذلك السهم تصبح كما يلي:

مع = ٨٪ + (٥٪) (١,٨٪)

= ٨٪ + ٩٪

= ١٧٪

وعلى الرغم من دقة هذه الطريقة، إلا أنه يوجد خلاف على استخدام السندات الحكومية الطويلة أو القصيرة الأجل للحصول على عائد بعيد عن المخاطرة، كذلك يصعب تقدير قيمة بيتا وعلاوة المخاطرة السوقية.

طريقة عائد السند + علاوة المخاطرة:

بموجب هذه الطريقة، غالباً ما يلجأ المحللون الماليون في الشركات إلى تقدير كلفة رأس المال في الشركة، بإضافة علاوة مخاطرة بنسبة ٣-٥٪ إلى سعر الفائدة على الديون الطويلة الأجل، فالشركة التي لديها دين خطر، وبسعر فائدة قليل أو مرتفع، فإن كلفة رأسمالها ستكون عالية وأكثر عرضة للخطر.

مثال (٥):

إذا كانت سندات الشركة الصناعية الوطنية تعطي عائداً مقداره ٩٪، **فإن كلفة راس المال فيها تحسب كما يلي:**

كلفة رأس المال = عائد السند + علاوة المخاطرة

= ٩٪ + ٤٪ = ١٣٪

وحيث إن علاوة المخاطرة ٤٪، هي علاوة تقديرية في الأساس، فإن القيمة المقدرة لكلفة رأس المال هي تقديرية أيضاً، ولذلك فإن استخدام هذه الطريقة يحتمل أن لا يعطى حساباً دقيقاً لكلفة الأموال، وأن كل ما يمكنها تقديمه هو إعطاء صورة أكثر وضوحاً عن الواقع العملي.

طريقة عائد السهم + معدل النمو (أو التدفق النقدي المخصوم):

لاحظنا سابقاً أن سعر السهم، أو معدل العائد المتوقع على السهم العادي، يعتمد في نهاية الأمر على الأرباح المتوقعة عليه، ويمكن قياس كلفة الأرباح المحتجزة باستخدام هذه الطريقة كما يلي:

على فرض أن (ق س) القيمة السوقية للسهم، (م ن) معدل النمو المتوقع، (ر م) الربح المتوقع دفعه في نهاية السنة.

(م ع) معدل العائد المطلوب = كلفة الأرباح المحتجزة،

وإذا كان من المتوقع نمو الأرباح وزيادتها بسعر ثابت (م ن)، فإن المعادلة التي تقيس كلفة الأرباح المحتجزة **بهذه الطريقة تصبح كما يلي:**

ق س = ر م١ / (مع – من)

وللحصول على معدل العائد المطلوب على رأس المال الحدي الذي يساوي معدل العائد المتوقع بالنسبة للمستثمر، **نستخدم المعادلة التالية:**

معدل العائد المطلوب على رأس المال = رم / ق س + م ن المتوقع

وهكذا يمكن للمساهمين أن يتوقعوا تحقيق العوائد من الربح الذي سيوزع عليهم في نهاية السنة، والزيادة في سعره الحالي (القيمة السوقية للسهم)، بالإضافة إلى الربح الرأسمالي الناتج عن معدل النمو في الموجودات، وفي حالة التوازن فإن هذا العائد الإجمالي المتوقع، يساوي أيضاً العائد المطلوب (كلفة الأرباح المحتجزة). وتسمى هذه الطريقة المستخدمة أيضاً في تقدير كلفة الأموال بالتدفق النقدي المخصوم.

ووفقاً لهذه الطريقة، من السهل نسبياً تحديد مستوى الربح، ولكن من الصعب تحديد معدل النمو الصحيح. فإذا كانت معدلات النمو في الأرباح والعوائد في الماضي

ثابتة نسبياً، وإذا توقع المستثمرون استمرارية هـذه الاتجاهـات في المسـتقبل المنظـور، فـإن تحديد معدل النمو، يمكـن أن يسـتند إلى المعـايير التاريخيـة السـابقة للشـركة، وقـد يمتنـع المستثمرون عن استخدام هذه المعايير إذا كان النمو السـابق مرتفعـاً أو منخفضـاً بصـورة غير عادية، ولابد لهم في هذه الحالة من إتباع طريقة أخرى.

وغالباً ما يلجأ المحللون الماليون إلى وضع تقديراتهم وتوقعاتهم لمستويات الزيـادة في الأرباح، بناء على عوامل السوق مثل: المبيعات المتوقعـة، هـوامش الـربح، والعوامـل التنافسية، وفي هذا المجال يمكنهم المقارنة مع شركات مماثلة في النشاط، أو استخدام معيـار الصناعة، ومن ثم دمج قيمة معدل النمو المتوقع (م ن) مع العائد الحالي للسـهم (ق س) وبالتالي تقدير معدل العائد المطلوب على رأس المال **(كلفة الأرباح المحتجزة) على النحو الآتي:**

معدل العائد المطلوب = $\frac{\text{رم}}{\text{ق س}}$ + معدل النمو الذي توقعه المحللون

مثال (٦):

حددت الشركة الصناعية الوطنية قيمة السهم لديها بــ ٢٣ جنيـه، أمـا الأربـاح الصافية المتوقعة للسهم فقدرت بـ ١,٢٤ جنيه، والمعدل المتوقع للنمـو هـو ٨٪ ' أوجـد معدل العائد المتوقع والمطلوب للشركة **وبالتالي كلفة الأرباح المحتجزة.**

معدل العائد المطلوب = كلفة الأرباح المحتجزة

معدل العائد المطلوب = $\frac{\text{١,٢٤ جنيه}}{\text{٢٣ جنيه}}$ +٨٪

= ٥,٤٪ + ٨٪

كلفة الأرباح المحتجزة = ١٣,٤٪

تمثل هذه القيمة (١٣,٤٪) الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يتعين على الإدارة توقعه، لتبرير احتجاز الأرباح واستثمارها ثانية في السوق، بدلاً من دفعها لحملة الأسهم كأرباح عن أسهمهم.

١,٤ كلفة الأسهم العادية الجديدة

تعتبر كلفة الأسهم العادية الجديدة، أو كما تسمى بكلفة رأس المال الخارجي، أكبر من كلفة الأرباح المحجوزة، بسبب إضافة تكلفة الإصدار (علاوة الإصدار) عليها وبيعها، والسؤال الآن ما هو معدل العائد الواجب تحقيقه على الأموال الناتجة عن بيع الأسهم، لجعل عملية إصدار أسهم عادية جديدة حالة مجدية؟

وبعبارة أوضح، ما هي كلفة السهم العادي الجديد ؟

يمكننا الحصول على الإجابة بتطبيق المعادلة التالية:

$$\text{كلفة الأسهم العادية الجديدة} = \frac{\text{ر م}}{\text{ق س (١ - ف)}} + \text{م ن}$$

حيث (ف) تكلفة التعويم، التي هي النسبة المئوية لتكلفة إصدار أسهم عادية جديدة، وتنشأ تكلفة التعويم عن بيع إصدار جديد للأسهم العادية.

مثال (٧):

باستخدام البيانات الواردة في المثال رقم (٦)، نفترض أن للشركة الصناعية الوطنية كلفة تعويم بمقدار ١٠٪.

المطلوب: حساب كلفة إصدار الأسهم العادية الجديدة.

$$\text{كلفة الأسهم العادية الجديدة} = \frac{\text{١,٢٤ جنيه}}{\text{٢٣ (١-٠,١٠)}} + \text{من}$$

$$= \frac{١,٢٤}{٢٠,٧} + ٨\%$$

$$= ٦\% + ٨\% = ١٤\%$$

في مثالنا رقم(٦)، كان معدل العائد المطلوب على السهم للمستثمرين ١٣,٤٪ ، أما بعد إدخال تكاليف التعويم إلى حساب كلفة السهم، أصبح لزاماً على الشركة أن تحقق أرباحاً أعلى من ١٣,٤٪ على الأموال التي تحصل عليها عن طريق بيع الأسهم، إذا أرادت أن تحافظ على معدل عائد ١٣,٤٪ فإذا حققت الشركة ١٤٪، فإن الأرباح لكل سهم لن تقل عن العوائد المتوقعة سابقاً، وبالتالي فإن سعر السهم (القيمة السوقية) لن تنخفض، أما إذا حققت ربحاً أقل من ١٤٪، فإن العوائد والأرباح ومعدل النمو سيهبط عن مستوى التوقعات، الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض سعر السهم في السوق، وإذا حققت عائداً أعلى من ١٤٪ فإن سعر السهم سيرتفع أكثر. ويمكن توضيح سبب مراعاة كلفة التعويم من خلال ما يلي:

مثال (٨):

على فرض أن قيمة موجودات شركة ما تساوى ١٠٠,٠٠٠ جنيه، وليس عليها ديون، وتحقق عائداً مقداره ١٥٪ أو (١٥ألف جنيه) على موجوداتها، وتدفع جميع العوائد كأرباح لحملة الأسهم، في هذه الحالة يكون نموها المتوقع صفراً، أصدرت الشركة أسهماً جديدة، عددها ١٠٠٠ سهم، وبناء عليه، فإن EPS تساوي DPS = ١٥ جنيهاً والقيمة السوقية ١٠٠ جنيه، وهكذا تصبح كلفة الأسهم العادية هي معدل العائد المطلوب كما يلي:

كلفة الأسهم العادية = ١٥ جنيه + صفر

١٠٠ جنيه

= ١٥٪

أما إذا كان بإمكان الشركة تحقيق عائدٍ بنسبة ١٥٪ على موجوداتها الحالية، فهل يتعين عليها شراء موجودات جديدة أخرى إذا باعت ١٠٠ سهم جديد للمستثمرين بسعر ١٠٠ جنيه للسهم الواحد؟ وللإجابة على السؤال يتوجب أن نأخذ في الحسبان أنها دفعت ١٠٪ على شكل كلفة تعويم على الإصدار الجديد للأسهم، بحيث أصبح صافي سعر السهم ١٠٠-١٠ =٩٠ جنيهاً أو ما مجموعه ٩٠,٠٠٠ جنيه، بالطبع ستقوم

الشركة باستثمار هذا المبلغ، وتحقيق عائدٍ مقـداره ١٥٪ (١٣,٥٠٠ جنيـه)، إن العوائـد التي ستحققها ستكون ١٥,٠٠٠ جنيه مـن الموجـودات القديمـة + ١٣,٥٠٠ جنيـه مـن الموجودات الجديدة، أي ما مجموعه ٢٨٥٠٠ جنيه إجمإلى العوائد من ٢٠٠٠ سهم.

ونلاحظ الآن أن قيمة EPS،DPS ستهبط من ١٥ جنيهاً إلى ١٤,٢٥ جنيهاً كما يلي:

٢٨٥٠٠ = ١٤,٢٥ جنيهاً

٢٠٠٠

وبسبب هذا الانخفاض، فإن سعر سهم الشركة سينخفض أيضـاً مـن ١٠٠ جنيـه إلى ٩٥ جنيهاً (١٤,٢٥/ ١٥ر)

لذلك نرى أن مبلغ الـ ٩٠ جنيهاً، لابد وأن يحقـق عائـداً يزيـد عـن ١٥٪ لإعطـاء حملـة الأسهم عائداً مقداره ١٥٪ على مبلغ الـ ١٠٠ جنيه الذي دفعوه مقابل كل سهم.

ولنفترض أيضاً، أنها حققت عائداً مقداره ١٦,٦٦٧٪ على الموجودات الجديـدة، بقيمـة ٩٠٠,٠٠٠ جنيه، عندما حسبنا كلفة الأسهم العادية طبقاً للمعادلة السابقة كما يلي:

كلفة الأسهم العادية = رم = م ن

ق س (١-ف)

= ١٥ جنيه + صفر = ١٦,٦٦٧٪

١٠٠(٠,٩٠)

الآن يصبح الوضع الجديد في الشركة كالتالي:

العوائد الإجمالية الجديدة = ١٥٠٠٠ + ٩٠,٠٠٠ (٠,١٦٦٦٧)

١٥٠٠٠ + ١٥٠٠٠ = ٣٠,٠٠٠ جنيه

العوائد الجديدة للسهم والأرباح الموزعة عليه:

$Eps + Dps$ = ٣٠,٠٠٠ جنيه = ١٥ جنيهاً

٢٠٠٠ سهم

السعر الجديد = ١٥ = ١٠٠ جنيه (وهو السعر الأصلي للسهم)

٠,١٥

وهكذا، إذا كان العائد على الموجودات الجديدة مساوياً لكلفة السهم العادي وفقاً للمعادلة السابقة، فإن قيمة *Eps،Dps* ، وسعر السهم ستظل ثابتة، وإذا تجاوز العائد على الموجودات الجديدة كلفة السهم العادي الجديد. فإن قيمة *Eps،Dps* والربح المتوقع دفعه في نهاية السنة سترتفع جميعها، وهذا يؤكد حقيقة أنه بسبب التعويم فإن كلفة رأس المال الخارجي (الأسهم العادية الجديدة)، تتجاوز كلفة الأموال التي يمكن الحصول عليها من خلال المصدر الداخلي للشركة، وهو الأرباح المحتجزة.

٥,١ الكلفة المرجحة للأموال Weighted Cost of Capital

وهي الخطوة الثالثة في حساب الكلفة الإجمالية المرجحة للأموال، حيث تحصل الشركة بالتالي على هيكل أمثل لرأس المال (Optimal Capital Structure)، الذي يتركب من ذلك الخليط Mix من الدين، والأسهم الممتازة والعادية. ويعرف الهيكل الأمثل لرأس المال بأنه" مجموع النسب المئوية للدين، والأسهم الممتازة والعادية، والأرباح المحتجزة المكونة لرأس المال" أما الكلفة المرجحة لرأس المال، فهي كلفة الحصة النسبية لكل مكون من مكونات إجمالي هيكل رأس المال.

ولتوضيح ذلك نفترض أن الشركة الصناعية الوطنية تستهدف **تكوين هيكل لرأس المال كما يلي:**

مصدر الدين من البنوك	٤٥٪
مصدر الأسهم الممتازة	٢٪
مصدر رأس المال العادي (أرباح محجوزة + أسهم عادية)	٥٣٪
المجموع =	١٠٠٪
كلفة الدين قبل الضريبة	
كلفة الدين بعد الضريبة (الفائدة – الضريبة) = ١٠٪ (٦ر)	
كلفة الأسهم الممتازة	
كلفة رأس المال العادي (أسهم عادية+ أرباح محتجزة)	

ومعدل الضريبة الجديد هو ٤٠٪. وبإمكاننا الآن حساب الكلفة المرجحة لرأس المال الجديد للشركة الصناعية الوطنية كما يلي:

متوسط الكلفة المرجحة لرأس المال الجديد: (طريقة القيمة الدفترية)

مصدر التمويل	نسبة مساهمة مصدر الدين (١)	كلفة مصدر التمويل (٢)	الكلفة المرجحة (٢x١)
الديون	٤٥٪	٦٪	
الأسهم الممتازة	٠٢٪	١٠,٣٪	
رأس المال العادي	٥٣٪	١٣,٤٪	
	١٠٠٪	**متوسط الكلفة المرجحة هو:١٠٪**	

١. ويم مخاطر قابلة للتنويع.

مخاطر غير قابلة للتنويع كن حساب الكلفة المرجحة للأموال مباشرة كما يلي:

الكلفة المرجحة = ٠.٤٥ (١٠%) (٦ر) + ٠.٠٢ (١٠.٣%) + ٠.٥٣

١. إن تكوين رأس ال مخاطر قابلة للتنويع.

مخاطر غير قابلة للتنويع مال بهذه الصورة يعني أن كل دينار تحصل عليه الشركة الصناعية الوطنية يقابله ٤٥٠ فلسا دين بكلفة ٦٪ بعد خصم الضريبة، و٣٠ فلساً أسهم ممتازة بكلفة ١٠,٣٪ و٣٠ فلساً رأس مال عادى (أسهم عادية + أرباح محتجزة) بكلفة ١٣,٤، ويكون متوسط الكلفة المرجحة لكل دينار هي ١٠٪.

وعند حل المسائل المتعلقة بحساب الكلفة المرجحة لرأس المال.

كما في مثالنا السابق ، فيمكن الإعتماد على واحدة من الطرق الآتية:

أولاً: طريقة القيمة الدفترية، أي القيم المحاسبية الظاهرة في ميزانية الشركة.

ثانياً: طريقة القيمة السوقية لمختلف الأوراق والسندات المالية.

وفي هذه الحالة، إذا كانت القيمة الدفترية قريبة من القيمة السوقية، فإننا نستعمل القيمة الدفترية كمعيار للقيمة السوقية، ويقصد بالقيمة السوقية كلفة كل مصدر من مصادر التمويل في السوق، وخاصة الأسهم وكذلك السندات كونها عرضة للتقلبات في قيمتها السوقية، أما القيمة الدفترية المرجحة، فيقصد بها كلفة كل مصدر من مصادر التمويل الداخلية حسب قيمتها في سجلات الشركة.

ثالثاً: طريقة الترجيح باستخدام الأوزان النسبية لكل مصدر من مصادر التمويل في رأس مال الشركة الحالي.

أما الأوزان الحدية فتمثل النسبة المئوية للمصادر المختلفة للتمويل، والتي تنوي الشركة اختيارها، وتستعمل هذه الطريقة في حالة زيادة رأس المال.

مثال (٩):

وفرت شركة النهار لتصنيع الأغذية البيانات التالية:

مصدر التمويل	القيمة الدفترية	القيمة السوقية
الديون	٣٠٠,٠٠٠	٢٨٠,٠٠٠
الأسهم الممتازة	١٥٠,٠٠٠	١٥٠,٠٠٠
الأسهم العادية	٢٥٠,٠٠٠	٣١٠,٠٠٠
الأرباح المحتجزة	١٠٠,٠٠٠	١٣٠,٠٠٠
المجموع	٨٠٠,٠٠٠	٨٧٠,٠٠٠

المطلوب: حساب الكلفة المرجحة لرأس المال باستخدام طريقة القيمة السوقي.

الحل:

متوسط الكلفة المرجحة لرأس المال (باستخدام طريقة القيمة السوقية):

مصدر التمويل	القيمة السوقية	كلفة المصدر	الكلفة الإجمالية لرأس المال
الديون	٢٨٠,٠٠٠	٥,٥٪	١٥,٤
الأسهم الممتازة	١٥٠,٠٠٠	١١,٢٪	١٦,٨
الأسهم العادية	٣١٠,٠٠٠	١٣,٤٪	٤١,٥٤
الأرباح المحتجزة	١٣٠,٠٠٠	١٥,٠٪	١٩,٥
المجموع	٨٧٠,٠٠٠ جنيه		٩٣,٢٤

متوسط الكلفة المرجحة لإجمالي رأس المال = ٩٣,٢٤ / ٨٧٠ x١٠٠

= ١٠,٧١٧٪

مثال (١٠):

قررت شركة النهار، زيادة رأس مالها بمقدار ٦٠٠,٠٠٠ جنيه لإنفاقه على التوسعات التي تنوي الشركة تنفيذها على خطوط الإنتاج في مصانعها، **والمطلوب حساب الكلفه المرجحة لرأس المال** الجديد باستخدام طريقة الأوزان الحدية، عند توفر البيانات التالية:

الحل:

مصدر التمويل (١)	المبلغ (٢)	النسبة المئوية	كلفة المصدر (٤)	الكلفة الإجمالية المرجحة (٥) = (٤x٣)
الديون	٠٠٠،٢٤٠	٠,٤٠٪	٦,٥٪	٢,٦٪
الأسهم	٠٠٠،٢١٠	٠,٣٥٪	١٢٪	٤,٢٪
الأرباح المحتجزة	٠٠٠،١٥٠	٠,٢٥٪	٩,٥٪	٢,٤٪
			٢٨,٠٪	٩,٢٪

إذن متوسط الكلفة المرجحة لرأس المال = ٩,٢ تقريباً.

٦,١ بعض المشكلات المتعلقة بكلفة رأس المال

توجد بعض المشكلات الصعبة المرتبطة بحساب كلفة رأس المال، منها ما لم تتطرق إليه، وأخرى اكتفينا بالإشارة إليها بإيجاز، والحقيقة هي أن مثل **هذه المشكلات متضمنة في مقررات مالية متقدمة،** ولكنها تستحق إحاطة الدارس بها.

- **الاستهلاك المتراكم:**

يعتبر الاستهلاك المتراكم واحداً من مصادر رأس المال بالنسبة للعديد من الشركات، وباختصار، فإن أمام الشركة إعادة استثمار التدفقات النقدية الناتجة عن استهلاك الآلات، أو إعادتها إلى حملة الأسهم والدائنين، إن كلفة الأموال الناتجة عن الاستهلاك، تساوى تقريباً الكلفة المرجحة لرأس المال، لأن هذه الأموال تأتي من الأرباح المحتجزة، والديون منخفضة الكلفة.

- **المؤسسات الخاصة:**

إن مناقشاتنا السابقة لكلفة الأموال، ارتبطت بالشركات المساهمة أو العامة، وركزنا على معدل العائد الذي يتطلع إليه حملة الأسهم. وفي الشركات الخاصة التي ليس لها أسهم متداولة في السوق، تصبح الضريبة ذات أهمية كبيرة في مثل هذه الحالات. وكقاعدة عامة، يمكن القول أن نفس مبادئ تقدير كلفة رأس المال في الشركات المساهمة تنطبق على الشركات العامة والخاصة، ولكن المشكلة الرئيسة هي الحصول على بيانات دقيقة عن مدخلاتها.

- **المؤسسات الصغيرة:**

هذا النوع من الأعمال عادة ما يكون ذا ملكية خاصة فردية، الأمر الذي يجعل من الصعب تقدير كلفة الأموال فيها.

- **مشاكل القياس:**

إن المدير المالي، أو أصحاب الأعمال لا يستطيعون الإفراط في التركيز على المصاعب العملية التي يواجهونها عند محاولة تقدير كلفة رأس المال؛ لأنه من الصعب

مثلاً انتظار الحصول على بيانات دقيقة لتسعير الموجودات الرأسمالية، أو لتقدير علاوة المخاطرة، خاصة في المعادلة (كلفة رأس المال = عائد السند + علاوة المخاطرة)، لذلك تخضع كلفة رأس المال للتقديرات المنطقية التي هي أقرب ما تكون إلى الواقع.

- من الصعب تحديد معدلات خصم مناسبة مقابل الخطورة المصاحبة لمشاريع **الاستثمارات ذات المستويات المختلفة للمخاطرة.**
- لقد اعتبرنا هيكل رأس المال المستهدف كأمر مسلم به، واستخدمنا هذا الهدف للحصول على القيم المستخدمة لحساب الكلفة، غير أن تحديد هيكل رأس المال المستهدف يعتبر بحد ذاته مهمة كبيرة ورئيسة.

وبالرغم من هذه المشاكل التي ذكرناها، إلا أنه يمكننا استخدام المعلومات والبيانات والمعدلات التي ناقشناها في هذا الوحدة، للحصول على تقديرات كلفة رأس المال بصورة صحيحة ودقيقة إلى درجة معقولة.

٢. قرارات الهيكل المالي للمنشأة

٢,١ المخاطرة ومعدل العائد: Risk And Rate of Return

- **تقديرات التدفقات النقدية:**

يعتبر تقدير التدفق النقدي، الخطوة الأولى الأكثر أهمية وصعوبة في تحليل المشروع الرأسمالي – مثل: تقدير حجم النفقات الاستثمارية، وتقدير صافي التدفقات النقدية السنوية إلى داخل صندوق الشركة، بعد بدء العمل في المشروع، وتكمن أهمية وصعوبة تقدير التدفقات، بسبب وجود الكثير من المتغيرات المتوقعة ذات العلاقة بالتقديرات النقدية، ومن هذه المتغيرات التي تحدث مثلاً: توقعات البيع، وأسعار البيع، وتأثير الإعلان، وحالة الاقتصاد، وردود فعل المنافسين، والتغير في أذواق المستهلكين، تكاليف التشغيل وغيرها.

ونظراً لصعوبة إجراء توقعات دقيقة للتكاليف والإيرادات المرتبطة بالمشاريع الكبيرة، فإن الأخطاء في التقديرات يمكن أن تكون كبيرة وكثيرة في نفس الوقت، ومثال للتوضيح، قبلت إحدى الشركات شق طريق طوله ١٠٠ كيلو متر بين مدينتين، تتصف

المنطقة الجغرافية الفاصلة بينهما بطبيعة جبلية ووعرة، وكانت الشركة بناء على خبرتها السابقة قد قدرت التكاليف بـ٣٠ مليون جنيه، ولكن الكلفة النهائية للمشروع كانت قريبة من ٥٠ مليوناً، إن الأخطاء في تقدير التكاليف الرأسمالية شائع أيضاً في مجال توقع تكاليف تصميم منتج جديد، أو كمبيوتر أكثر كفاءة وتعقيداً، أو آلة جديدة... وبالمقابل فإن إجراء تقديرات لإيرادات المبيعات وتكاليف التشغيل طيلة العمر الإنتاجي للآلات تتصف أيضاً بالصعوبة، ولا هي أكيدة، فمثلاً" قررت إحدى الشركات بناء مصنع جديد لإنتاج المخصبات الزراعية، ولكنها أخطأت في تقدير التدفقات النقدية للمصنع، فالإيرادات كانت تقديراتها المتوقعة عالية جداً، في حين كانت التقديرات المتوقعة للتكاليف أيضاً متدنية جداً، وكانت النتيجة أن المزارعين لم يبدوا إستعداداً لدفع السعر الذي حددته الشركة لبيع منتجاتها لتغطية تكاليف المشروع، الأمر الذي أدى إلى خسارة كبيرة ومحققة.

من المثال السابق نتعرف على حقيقة أساسية، تتمثل في أنه إذا كانت تقديرات التدفقات النقدية غير منطقية أوغير دقيقة إلى حد مقبول، فإن أي أسلوب تحليلي بغض النظر عن مستوى تعقيده، سيؤدي لا محالة إلى قرارات خطأ، وبالتالي إلى خسائر تشغيلية للشركة، وانخفاض في أسعار أسهمها، ومن الممكن أن تؤدي مثل هذه الأخطاء – كما في مثالنا السابق– إلى إفلاس الشركة وتصفيتها إذا كانت أصلاً في وضع مالي ضعيف.

- **دور المدير المالي في عملية إجراء التوقعات:**

إن دور المدير المالي مهم للغاية، ويعتمد إلى حد كبير في قدرته على التنسيق بين الإدارات الأخرى في الشركة، **ويتضح دوره التنسيقي الفاعل إذا استطاع إنجاز ما يلي:**

أولاً: تنسيق جهود الإدارات الأخرى كالهندسة والتسويق، ومحاسبي التكاليف والإنتاج.

ثانياً: ضمان أن كل موظف معني بالمساهمة، بوضع التوقعات يستخدم مجموعة متناسقة من الفرضيات الاقتصادية.

ثالثاً: التأكد من عدم وجود التحيز، وهذه النقطة مهمة جداً، حيث أن مدري الإدارات أو مرؤوسيهم يكونون عادة متحيزين لوجهات نظرهم الشخصية بخصوص تقدير

التدفقات النقدية للمشاريع قيد الدراسة، مما يجعل من المشروع الـردئ يبـدو جيـداً علـى الورق، وقد يمرر مثل هذه المشـاريع، لأن نفـوذ أحـدهم أقـوى مـن الآخـر عنـد الإدارة العليا.

إن من الصعوبة، بمكان حصر كل المشكلات الـتي يمكـن مواجهتهـا عنـد تقـدير التدفقات النقدية، ولتقليل الأخطاء **نذكر هنا قاعدتين مهمتين، يمكـن أن تسـاعدا المحلـل المالي في هذا المجال وهما:**

القاعدة الأولى: ضـرورة أن تسـتند قـرارات الاسـتثمارات الرأسماليـة علـى التـدفقات النقدية، وليس على الدخل المحاسبي.

القاعدة الثانية: التدفقات النقدية المتزايدة هي فقط التي لها علاقة بقرار قبول المشروع أو رفضه.

نفهم مما سبق ، كيف أن العائد المحاسبي في ارتباطه بالتدفقات النقدية يستخدم كطريقة في تقييم الإنفاقات الاستثمارية، ولكن بسبب الاختلاف القائم بين طريقتي حسـاب كـل من التدفقات النقدية والعائد المحاسبي، **فإن تحليل الاستثمارات الرأسمالية يتم باسـتخدام التدفقات النقدية فقط.**

- **قياس العوائد:**

توجد عدة مقاييس لتقدير العائد، ومن المقاييس الشائعة في هـذا المجـال تلـك الـتي تربط بين حجم العائد والأموال التي ولدتـه، ومـن هـذه المقـاييس، العائـد علـى حقـوق الملكية، وعائد السهم، والعائد على رأس المال، وقد استخدمنا هـذه المقـاييس (النسـب) عند دراستنا للتحليل المالي. وفيما يلي توضيح لطريقة استخدامها:

- **العائد على حقوق الملكية: ROE**

يستخدم كتاب الإدارة المالية تسميات أخرى تعطى نفس المضمون، مثل العائـد على القيمة الصافية، أو العائد على أموال أصحاب المشروع، وهـو مقيـاس لمـدى كفـاءة العاملين في استغلال أموال حملة الأسهم، وتوليد الأرباح التي يرضون بها.

ويتم حساب العائد على حقوق الملكية بالمعادلة التالية:

العائد على حقوق الملكية = صافي الربح بعد دفع الضرائب X ١٠٠ حقوق الملكية

ويقصد بصافي الربح، ذلك الجزء من الأرباح المحاسبية الخاصة بحملة الأسهم العادية.

مثال (١):

بلغت الأرباح الصافية لإحدى الشركات ٤٠ألف جنيه بعد دفع الضرائب والمصاريف الأخرى، أما مجموع حقوق حملة الأسهم فقد بلغت ١٠٠ ألف سهم (جنيه) منها ٢٠ ألف سهم ممتاز تربح ١٠٪، أوجد العائد على حقوق الملكية.

الحل:

العائد على حقوق الملكية = صافي الربح(بعد دفع الضرائب) الخاص بحملة الأسهم العادية X ١٠٠

حقوق حملة الأسهم العادية

عائد الأسهم الممتازة = ٢٠ألف X ١٠٪ = ٢٠٠٠ جنيه

حقوق حملة الأسهم العادية = ١٠٠ألف – ٢٠ألفاً = ٨٠ألف جنيه

العائد على حقوق الملكية = ٤٠–٢ = ٤٧,٥٪

٨٠

أي أن كل جنيه من أموال حملة الأسهم مستثمر في موجودات الشركة، يولد ربحاً صافياً مقداره ٤٧,٥ قرشاً.

العائد على رأس المال:

وله تسميات مختلفة مثل العائد على الاستثمار (ROI)، أو العائد على إجمالي الأصول (ROA)، وهو مقياس آخر لمدى كفاءة الشركة والعاملين فيها على استغلال الموجودات لتوليد الأرباح.

ويمكن إيجاد العائد على رأس المال باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{العائد على رأس المال} = \frac{\text{صافي الربح بعد دفع الضرائب}}{\text{صافى الأصول}} \times ١٠٠$$

ويقصد بصافي الأصول، إجمالي الأصول مخصوماً منها الاستهلاك المتراكم، حيث يعبر الجواب عن قدرة الجنيه الواحد المستثمر في موجودات الشركة على تحقيق الربح الصافي (المحاسبي).

مثال (٢):

إذا كان الربح بعد دفع الضرائب في إحدى الشركات ٨٠ ألف جنيه، ومجموع صافي الأصول (مجموع الأموال المستثمرة) تساوي ٤٠٠ ألف جنيه.

المطلوب: احسب العائد على رأس المال ؟

$$\text{العائد على رأس المال} = \frac{\text{صافي الربح بعد دفع الضرائب}}{\text{صافي الأصول}} \times ١٠٠$$

$$= \frac{٨٠,٠٠٠}{٤٠٠,٠٠} \times ١٠٠$$

$$= ٢٠\%$$

٢,٢ العائد على السهم

يقاس العائد على السهم بأحد المقاييس التالية:

- **نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة:**

ويرمز له بالرمز EPS اختصاراً للكلمات (Earning Per Share)، وهو مقياس مهم، لأنه يعطى مؤشراً على عوائد السهم بشكل عام ، وتبذل الشركات جهدها لزيادته، حيث إنه من العوامل التي يركز عليها حملة الأسهم عندما يفكرون بشراء الأسهم، **ويمكن استخراج نصيب السهم من الأرباح المحققة (قبل توزيعها)، باستخدام المعادلة التالية:**

نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة=

$$\frac{\text{صافي الربح الخاص بحملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم}} \times ١٠٠$$

مثال (٣):

إذا كان عدد الأسهم العادية لإحدى الشركات ٤٠٠ ألف سهم، وبلغت أرباح الشركة في نهاية العام ١٠٠ ألف دينار، المطلوب حساب EPS ؟

نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة =

$$\frac{\text{صافي الربح الخاص بحملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم}} \times ١٠٠$$

$$= \frac{١٠٠}{٤٠٠} \times ١٠٠ = ٢٥٪$$

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة:DPS

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة =

$$\frac{\text{الأرباح المعدة للتوزيع على المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

ويرمز له بالرمز (DPS) وهو اختصار للكلمات (Dividends Per Share)، ويعتبر مقياساً آخر من مقاييس السوق، يقيس ما سوف يحصل عليه المساهم من نقود (أرباح) لقاء وجود هذا السهم في محفظته، ويمكن استخراجه كما يلي:

ويمكن أيضاً استخدام المعادلة التالية، والحصول على نفس النتيجة:

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة =
القيمة الاسمية للسهم x نسبة التوزيع المعلن عنها

مثال (٤):

إذا قررت إحدى الشركات توزيع ١٧٪ أرباحاً على حملة الأسهم العادية، وكانت القيمة الاسمية للسهم العادي جنيه واحد، فما هو نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة؟

الحل:

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة = القيمة الاسمية للسهم x نسبة التوزيع المعلن عنها

= ١٧٪ x ١ = ١٧٪ جنيه.

ويجب ملاحظة أن نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة أقل من نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة، لأن الشركة عادة لا توزع كل الأرباح المحققة على المساهمين وإنما تحتجز جزءاً منها كاحتياطيات، إلا أنه من الممكن – وهذا إجراء نادر – أن يكون العائد على السهم العادي من الأرباح الموزعة أكبر، إذا قامت الشركة بضم الأرباح المحتجزة إلى الأرباح المحققة ووزعت المجموع.

الريع الجاري للسهم:

يعبر هذا المقياس عن وجهة نظر المستثمر نحو تقييم السهم ، إذ يقيس قدرة الجنيه الذي سيدفعه المستثمر ثمناً للسهم – في حالة شرائه– على توليد الربح **ويمكن استخراجه بالمعادلة التالية:**

الريع الجاري للسهم = نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة x ١٠٠
القيمة السوقية للسهم العادي

مثال (٥):

إذا كان السهم العادي من الأرباح الموزعة ١٧٪، ويباع في السوق بـ ٤ جنيه، أوجد الريع الجاري لذلك السهم.

الريع الجاري للسهم = نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة x ١٠٠
القيمة السوقية للسهم العادي

= ٠,١٧ x ١٠٠٪
٤

= ٤,٣٪

وهناك علاقة عكسية بين الريع الجاري للسهم والقيمة السوقية ، فإذا زادت القيمة السوقية للسهم هبط الريع الجاري له، والعكس صحيح، والسبب هو أن القيمة السوقية يحددها عامل السوق (العرض والطلب) وتتميز هذه القيمة بعدم الاستقرار، **فهي متقلبة خلال التعامل اليومي، مما يؤدي إلى ما يلي:**

أولاً: **إعادة تقييم سمعة الشركة ومركزها المالي،** من خلال توقعات المستثمرين لنتائج الأعمال التشغيلية والأرباح التي ستوزعها، ونظراً لاختلاف التوقعات بين مستثمر وآخر، فقد يكون للإشاعات فرصة لتضخيم التوقعات التي تخدم مصالح بعضهم، مما يؤدى إلى التأثير على ارتفاع أسعار الأسهم أو نقصانها بصورة مبالغ فيها.

ثانياً: تتأثر القيمة السوقية بالحالة الاقتصادية التي يمر بها السوق، ففي حالة الكساد يـؤثر التضخم على أسعار الأسهم.

الريع لفترة الاقتناء:

كما ذكرنا سابقاً فإن القيمة السوقية للأسهم تحددها ميكانيكية العرض والطلب، فهي متقلبة خلال التعامل اليومي، بين الارتفاع والانخفاض في أسعارها، ولكن توقعات المستثمرين تدفعهم أحياناً لاقتناء الأسهم انتظاراً لارتفاع أسعارها، فإذا اشترى مستثمر سهماً بسعر معين، واحتفظ به لفترة ثم باعه بعد ذلك، فإن العائد لفترة الاقتناء لهذا السهم=

$$\frac{\text{(سعر البيع – سعر الشراء) + نصيب السهم من الأرباح الموزعة}}{\text{سعر الشراء}} \times ١٠٠$$

مثال (٦):

على فرض أنك اشتريت سهماً بـ ١٠ جنيهات، ثم بعته بعد فترة بـ١٢جنيهاً وخلال مدة احتفاظك بالسهم، وزعت الشركة أرباحاً بمقدار ٢٠٪ من قيمته الاسمية البالغة ٥ جنيهات، اوجد الريع لفترة الاقتناء؟

الحل:

$$= \frac{(١٢-١٠) + ٢٠٪ \times ٥}{١٠} \times ١٠٠٪ = ٣٠٪$$

أما إذا لم توزع الشركة أرباحاً خلال فترة الاقتناء، فإن الريع لفترة الاقتناء للسهم يصبح الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع فقط.

٣,٢ المخاطر المصاحبة للعوائد المتوقع

أوضحنا حتى الآن مفهوم العائد (وجمعها عوائد)، أهمية الدقة في تقديره، وكذلك طرق قياسه. إن المستثمر الذي أنفق الأموال على المشروعات الاستثمارية، يهمه أن يتأكد من حصوله على العائد (أي صافي التدفق النقدي)، لأن أي شك لديه في ذلك يسبب له

القلق، كما أن عدم تأكده من حجم العائد أو زمن حصوله عليه، أو عدم تأكده من انتظام العوائد، يسبب له قلقاً إضافياً هذا القلق هو (المخاطرة).

تعريف المخاطرة:

تحدث المخاطرة عند توقع حصول حدث غير مرغوب فيه، وبالنسبة للمستثمر يمكن تعريفها بأنها " احتمال التعرض لخسارة أو إصابة". من التعريف السابق نفهم أن المخاطرة تتعلق بفرص، أو ظروف وقوع بعض الأمور، أو الأحداث غير المرغوبة. مثلاً إذا استثمرت أموالك في المتاجرة بالأسهم فإنك تخاطر على أمل تحقيق عائد ترضى به.

ولتوضيح المخاطر التي تتعرض لها الموجودات المالية، دعنا نفترض أن أحد المستثمرين اشترى سندات حكومية قصيرة الأجل بقيمة ٥٠٠٠٠ جنيه، وكانت نسبة العائد المتوقعة عليها هي ١٠٪، في هذه الحالة يمكن تقدير معدل العائد على الاستثمار بدقة كبيرة بل وتامة، وخال من المخاطرة نسبياً، ولكن لو أن المستثمر نفسه اشترى أسهماً لشركة بدأت أعمالها للتو في إنشاء مصنع لإنتاج المخصبات الزراعية فإنه سيكون من غير الممكن تحديد معدل العائد على الاستثمار بدقة، كما حصل في الحالة الأولى، ب قد يكون بإمكانه فقط تحليل الاستثمار والتوصل إلى أن العائد المتوقع من الناحية الإحصائية هو ٢٠٪، وفي الواقع قد يكون معدل العائد الفعلي أكثر من ذلك أو أقل بكثير. الآن يمكننا اعتبار الأسهم خطرة نسبياً.

وبناء على ما سبق، ندرك أن مخاطر الاستثمار ترتبط باحتمال حصول المستثمر على ما هو أقل من العائد المتوقع، وهكذا كلما زادت فرص تحقيق عوائد متدنية أو خسارة كان الاستثمار أكثر خطورة.

توزيع الاحتمالات: Probabilities distribution

يقصد بتوزيع الاحتمالات، قائمة جميع النتائج أو الأحداث الممكنة، مع تحديد احتمال لكل نتيجة أو حدث، وتعرف الاحتمالية بأنها فرصة حدوث الشيء، مثال: المتنبئ الجوى ربما يقول: يحتمل سقوط الأمطار غداً بنسبة ٤٠٪، وعدم سقوطها بنسبة ٦٠٪، وإذا أمكن إعداد قائمة بجميع الأحداث والنتائج الممكنة، وتم تحديد نسبة احتمال

حدوث لكل منها، فإن هذه القائمة هي التي تسمى "توزيـع الاحتمـالات". بالنسـبة لمثـال الإرصاد الجوية، **يمكن إعداد التوزيع الآتي للاحتمالات:**

النتيجة (١)	الاحتمال (٢)
سقوط الأمطار	٤ر = ٤٠٪
عدم سقوط الأمطار	٦ر = ٦٠٪
	١ ١٠٠٪

كما نلاحظ في المثال أن مجموع الاحتمالات لابد وأن يساوي ١,٠ (واحد صـحيح)، أو ١٠٠٪.

ويمكن أيضاً تحديد الاحتمالات للنتائج (العوائد) الممكن تحقيقها من استثمار معين. فلـو قام أحد الأشخاص بشراء سند مالي، فإنه يتوقع الحصـول علـى فائـدة عليـه، ودفعـات الفائدة هذه هي العائد على استثماره. **إن النتائج المحتملة من هذا الاستثمار هي:**

١. إن من أصدر السند سيدفع الفوائد عليه.
٢. إن من أصدر السند لن يدفع الفائدة عليه.

فكلما زاد احتمال عدم قيام من أصدر السند بدفع الفوائـد، زادت خطـورة السـند، وكلما زادت المخاطرة، **وجب أن يكون معدل العائد على السـند أعلـى. وهكـذا يمكـن القول أنه:**

- **كلما قل عدد الاحتمالات المتوقع** مواجهتها كنتائج، أصبح الوضع أفضـل، لأن حالة عدم التأكد (المخاطرة) ستكون أقل.
- **كلما زاد عدد الاحتمالات المتوقع** مواجهتها كنتائج، أصبح الوضع غير مرغوب فيه، لأن حالة عدم التأكد ستكون أكبر.
- **كلما ازداد انتظام النتائج**، أي زاد تجانسها وقل تشتتها، أصـبح الوضـع أفضـل، لأن عدم التأكد الناتج عن عدم التجانس في النتائج سيكون أقل.

إن المدير المالي والمستثمرين أيضاً يعملون على المبادلة بين العوائد والمخاطر، وعلى الرغم من تفضيلهم للمشاريع عالية العوائد قليلة المخاطر، إلا أن العائد الكبير على مشروع معين يشجعهم على القبول به، إذا كانت المخاطرة عالية نسبياً، وهذا يعتمد على عمق خبرتهم في مجال الاستثمار وممارستهم له، ومدى الإمكانيات والمعلومات الأخرى التي تتوفر لدى أي منهم.

٢,٤ حساب معدل العائد المتوقع

وهو القيمة الوسطية لتوزيع الاحتمالات للنتائج المحتمل حدوثها، ويستخدم توزيع الاحتمالات لمقارنة مخاطر مقترحات الاستثمار لاختيار أفضلها، وللتوضيح نفترض وجود مشروعين مقترحين للاستثمار كلاهما يتطلب إنفاق ١٠٠٠ جنيه عليه، ومتوسط التدفقات النقدية المتوقعة لكل منها ٥٠٠ جنيه سنوياً ولمدة ثلاث سنوات. فإذا كان معدل الخصم ١٠٪، فإن صافي القيمة الحالية لكليهما ستكون متساوية أيضاً:

صافي القيمة الحالية للاستثمار = ٥٠٠(٢.٤٨٧) – ١٠٠٠ = ٢٤٣.٥

والسؤال الآن هو، هل تساوى المشروعين في العائد، يحول دون تفضيل مشروع على آخر؟ في الحقيقة، إنه من الصعب الإجابة على هذا السؤال دون معرفة أيهما أكثر مخاطرة. ولتحقيق هذا المطلب، نفترض أن المشروع (أ) عبارة عن إحلال آلة قديمة بأخرى جديدة والعائد هنا هو وفورات في المواد الخام المستخدمة عند التشغيل، أما المشروع (ب) فهو شراء آلة جديدة تنتج سلعة جديدة، ومستوى الطلب المتوقع على هذه السلعة الجديدة غير مؤكد.

إن الطلب على منتجات المشروع (أ) سيكون مرتفعاً في حالة كون السوق مزدهراً ، ومنخفضاً في حالة الانكماش، وتوقعاتنا أن يكون نفس الشيء بالنسبة للمشروع (ب). لقد ذكرنا أن متوسط التدفقات السنوية لكلا المشروعين ٥٠٠ جنيه، وقد توصلنا إلى هذا الرقم عندما قمنا بالخطوات التالية:

أولاً: قدرنا العائد المتوقع تحت كل حالة من حالات السوق الآتية:

الجدول التالي يوضح تقدير العوائد المتوقعة، وفق حالات السوق للمشروعين أ،ب:

الحالة في السوق	العائد السنوي بالجنيه	
	المشروع (أ)	المشروع (ب)
انكماش	٤٠٠	صفر
عادي	٥٠٠	٥٠٠
ازدهار	٦٠٠	١٠٠٠
المجموع =	١٥٠٠	١٥٠٠

ثانياً: قدرنا احتمالات حدوث كل حالة من حالات الاقتصاد في السوق، وقد دلت المؤشرات الاقتصادية التي استخدمناها في تنبؤاتنا، أن احتمال حدوث انكماش في السوق هو ٠,٢ (أو ٢٠٪)، وفي الحالة العادية هو ٠,٦ (أو ٦٠٪)، أما في حالة الازدهار فهو ٠,٢ (أو ٢٠٪) لاحظ أن مجموع الاحتمالات هو ١٠٠٪.

ثالثاً: قمنا بحساب المتوسطات المرجحة للتدفقات النقدية (العوائد)، ورتبناها في الجدول التإلى، وعند جمع العمود رقم(٤)، حصلنا على الوسط المرجح لكل النتائج تحت كل الظروف، إن هذا الوسط المرجح يمكن تعريفه بأنه القيمة المتوقعة (Expected Value) للتدفقات النقدية.

الجدول التالي يوضح حساب المتوسطات المرجحة للتدفقات النقدية للمشروعين أ،ب:

مقترح الاستثمار	الحالة الاقتصادية (١)	احتمالات حدوث كل حالة في السوق (٢)	النتيجة (العائد) عند حدوث الحالة (٣)	القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية (٣x٢)
المشروع (أ)	انكماش	٠,٢	٤٠٠ جنيه	٨٠٠ جنيه
	عادي	٠,٦	٥٠٠ جنيه	٣٠٠
	ازدهار	٠,٢	٦٠٠ جنيه	١٢٠

		١,٠		٥٠٠
المشروع (ب)	انكماش	٠,٢	صفر	صفر
	عادي	٠,٦	٥٠٠	٣٠٠
	ازدهار	٠,٢	١٠٠٠	٢٠٠
		١,٠		٥٠٠

٢,٥ قياس المخاطرة

ذكرنا في المثال السابق أنه كلما كان توزيع الاحتمالات أكثر إحكاماً، فإن الخطر يكون أقل، والآن كيف نقيس مدى إحكام (ضيق) التوزيع الاحتمإلى للعوائد، أو مدى اتساعه؟

يمكن قياس المخاطرة في حالتين:

الأولى: قياس المخاطرة في حالة التأكد من النتائج.

وهذا يصعب الحصول عليه إلا بناء على معلومات مؤكدة حصلت في الماضي، أي من خلال مشاريع سابقة.

الثانية: في حالة عدم التأكد من النتائج.

أي أنها غير معروفة بدقة، ولكن يمكن تقدير احتمال حدوثها بناء على تقديرات الشركة وخبرتها السابقة، والتغيرات التي تتوقع حدوثها، في المستقبل بالإضافة إلى إحساس المدير المالي وخبرته وكفاءته.

قياس المخاطرة في حالة التأكد:

بينا قبل قليل أن قياس المخاطرة في حالة التأكد التام من النتائج (العوائد)، يمكن أن يتم بناءً على معلومات مؤكدة وفعلية حصلت في الماضي، ولذلك فإننا نستخدم "مقياس التشتت"، إذا كانت المتوسطات الحسابية لعوائد المشروعات المراد المفاضلة بينها متساوية، أما إذا كانت غير متساوية، فالأفضل استخدام معامل الاختلاف لقياس العوائد المراد مقارنتها.

معامل الاختلاف:

وهو أداة تستخدم لقياس المخاطرة لكل وحدة من وحدات العائد، محسوبة على أساس الانحراف المعياري ومقسومة على العائد المتوقع:

معامل الاختلاف =	الانحراف المعياري	x ١٠٠%
	المتوسط الحسابي (الذي هو معدل العوائد)	

إن معامل الاختلاف يوضح مستوى المخاطرة لوحدة العائد، وهو يـوفر أساسـاً أكثر منطقية للمقارنـة بـين المشـاريع لاختيـار أفضـلها، بمعنـى أنـه كلمـا إرتفـع معامـل الاختلاف، زادت المخاطرة.

مثال (٧):

اشترت إحدى شركات النفط العاملة في السودان قبل خمس سـنوات مشـروعين لتصنيع زيوت التشحيم، وأرادت أن تعرف أي المشروعين كان أكثر خطـورة. علمـاً بـأن العوائد السنوية لكل منهما وخلال تلك الفترة كانت كما يلي:

(بملايين الجنيهات).

المشروع (أ)	المشروع (ب)
٢٠	١٥
٣٥	١٠
٢٥	٢٠
٣٠	٢٥
٤٠	٣٥
١٥٠	١٠٥

على اعتبار أن:

م = معامل الاختلاف

ع ن = العائد خلال السنة الواحدة أو عدة سنوات.

ع ي = المتوسط الحسابي للعوائد خلال فترة الخمس سنوات.

ن = عدد السنوات

ت^{٢} = التباين.

ح م = الانحراف المعياري.

لاحظ أن الحل الذي نتبعه ما هو إلا طريقة إحصائية.

الحل:

الخطوة الأولى: إيجاد المتوسط الحسابي لعوائد المشروع (أ) والمشروع (ب).

المتوسط الحسابي لعوائد المشروع (أ)، ع ي = ١٥٠/ ٥ = ٣٠.

المتوسط الحسابي لعوائد المشروع (ب) ع ي = ١٠٥/ ٥ = ٢١.

وبما أن المتوسطين الحسابيين مختلفان، فإننا لا نستخدم في هذه الحالة مقياس التشتت، بل نقوم بحساب معامل الاختلاف (م):

م = $\frac{\text{ح}_{\text{م}}}{\text{ع}_{\text{ي}}}$ x١٠٠٪

الخطوة الثانية: = حساب التباين للمشروع أ.

ع $_{ي}$ = ٣٠

ع ن	ع ن–ع ي	(ع ن – ع ي)٢
٢٠	**–١٠**	**١٠٠**
٣٥	**٥**	**٢٥**
٢٥	**–٥**	**٢٥**
٣٠	**صفر**	**صفر**
٤٠	**١٠**	**١٠٠**
	المجموع	**٢٥٠**

معادلة التباين = ت٢ = (ع ن – ع ي)٢

ن

ت٢ = ٢٥٠ = ٥٠

٥

الخطوة الثالثة: استخراج الانحراف المعياري الذي وهو الجذر التربيعي للتباين، ومن ثم نستخرج معامل الاختلاف.

الانحراف المعياري (ح م) = التباين = ٥٠ = ٧,٠٧

معامل الاختلاف (م) = ح م = ٧,٠٧ x ١٠٠٪ = ٣٣,٥٧٪

ع ي ٣٠

إذن معامل الاختلاف = ٢٣,٥٧٪

المشروع (ب): ع ي = ٢١

ع ن	ع ن-ع ي	(ع ن – ع ي)٢
١٥	٦-	٣٦
١٠	١١-	١٢١
٢٠	١-	١
٢٥	٤	١٦
٣٣	١٢	١٤٤
	المجموع	٣١٨

وبنفس الخطوات السابقة نحسب معامل الاختلاف للمشروع ب ويكون:

معادلة التباين = ت٢ = (ع ن – ع ي)٢

ن

ت٢ = ٣١٨ = ٦٣,٦

٥

الانحراف المعياري (ح م) = التباين = ٦٣,٦ = ٧,٩٧

معامل الاختلاف (م) = ح م / ع ي = ٧,٩٧ / ٢١ x ١٠٠٪ = ٣٧,٩٥٪

إذن معامل الاختلاف = ٣٧,٩٥٪

نلاحظ أن معامل الاختلاف في المشروع (أ) كان أقل من مثيله في المشروع (ب). ومخاطره أيضاً أقل. وبالتالي فإن أرباح المشروع الأول وجب أن تكون أعلى من الثاني، ومثل هذه المشاريع التي يكون فيها العائد مرتفعاً، ومخاطره قليلة نسبياً، تشجع المستثمرين على قبولها حيث من طبيعتهم أن يوازنوا بين العوائد والمخاطر. وخلاصة القول إن المشروع (أ) أفضل من المشروع (ب) عند الأخذ بالاعتبارات الأخرى مثل فترة استرداد المبلغ الأصلي للاستثمار، وصافي القيمة الحالية المحسوبة وغيرها.

قياس المخاطرة في حالة عدم التأكد:

في مثالنا السابق قمنا بقياس المخاطرة معتمدين على بيانات تاريخية معروفة ومؤكدة ، وتوصلنا إلى أن المشروع (ب) كان أكثر خطورة. إن الانحراف المعياري لوحدات العوائد لفترة ماضية غالباً ما يستفاد منه كانحراف معياري للمستقبل، وفي بعض الأحيان يستخدم كتقدير للعائد المتوقع لفترة قادمة، ولقياس المخاطرة المصاحبة له، لأن التباين ممكن أن يتكرر.

المبادلة بين المخاطر والعوائد:

إن بعض المستثمرين بطبيعتهم يكرهون المخاطر، ومع ذلك فهم يتطلعون إلى العوائد المرتفعة للاستثمارات الأقل عرضه للمخاطرة، وسواء كان الأمر بالنسبة للمستثمر العادي أو المدير المالي في شركة ما، فإن كليهما مهتمان بتحقيق أعلى الأرباح التي تعود عليهم وعلى المساهمين، بدل المخاطرة التي يتحملونها لقاء تعريض أموالهم للمخاطر. وهكذا تؤثر المخاطرة على عملية اتخاذ القرارات المالية في الشركات.

أنواع المخاطرة:

المخاطر نوعان:

١. مخاطر قابلة للتنويع.

٢. مخاطر غير قابلة للتنويع.

المخاطر القابلة للتنويع لا تعتبر بحد ذاتها مشكلة كبيرة للمستثمر، لأنه سيعمل على الحد منها، من خلال الاستثمار في مشاريع مختلفة يكون معامل الارتباط بين كل منها متباعداً، فكلما كان معامل الارتباط بين عدة مشاريع سالباً، كان ذلك أفضل، وتفسير ذلك هو أن الظروف التي تؤدي إلى خسارة مشروع، قد تكون مواتية لتحقيق الأرباح في مشروع آخر، انطلاقا من وجهة النظر القائلة بأن فرص الاستثمار تعوض بعضها البعض، وعلى العموم فإن مثل هذه المخاطر يصعب التنبؤ بها أو السيطرة عليها.

أما المخاطر غير القابلة للتنويع فهي سيئة بالنظر إلى عدم إمكانية التخلص منها، مثل الاستثمار في السندات قصيرة الأجل المعرضة لمثل هذه الأخطار والأسهم والأوراق المالية سريعة التقلب في أسعارها السوقية.

٦,٢ تأثير التضخم Inflation Effect

للتضخم تأثير مهم على أسعار الفائدة، لأنه يعمل على تآكل القوة الشرائية للعملة وخفض معدل العائد الحقيقي على الاستثمارات، ولتوضيح ذلك، نفترض أنك استثمرت ١٠٠٠ جنيه في شراء سندات تستحق بعد سنة بسعر فائدة ٥٪، المبلغ سيصبح في نهاية السنة ١٠٥٠ جنيه، وعلى فرض أن معدل التضخم خلال السنة هو ١٠٪، وأنه يؤثر على كافة بنود الميزانية بنفس النسبة، فلو كان سعر زجاجة عصير الفاكهة في بداية السنة جنيه واحد ، فإن ألف زجاجة عصير ستكلفك ١١٠٠ جنيه في نهاية السنة، وعليه، مبلغ الـ ١٠٠٠ جنيه في بداية السنة يشتري ألف زجاجة، ولكن مبلغ ١٠٥٠ جنيه لا يشترى سوى ٩٥٥ زجاجة في نهاية السنة، وهكذا، فإن الـ ٥٠ جنيه التي حصلت عليها كفائدة لن تكون في هذه الحالة كافية للتعويض عن التضخم، لذلك كان من الأفضل لك

لو اشتريت زجاجات العصير، أو أي مادة يمكن تخزينها كالأرض أو الخشب، أو الشقق أو غيرها بدلاً من شراء السندات.

إن المستثمرين عامة، على دراية تامة بتأثير التضخم على أموالهم، ويضعون في اعتبارهم عندما يقرضون الأموال حساب "علاوة التضخم" على أساس معدل التضخم المتوقع خلال مدة السند.

إذن "**علاوة التضخم**" هي علاوة يضيفها المستثمرون إلى معدل العائد الفعلي الخالي من الخطورة، لمقابلة التضخم المتوقع خلال مدة زمنية معينة، فإذا كان سعر الفائدة الفعلي ٣٪، والتضخم المتوقع هو ٤٪ خلال السنة القادمة، فإن سعر الفائدة المعروض على السندات مثلاً ولمدة سنة واحدة سيكون ٧٪.

كذلك التأثير نفسه في استثمارات بديلة، وعلى سبيل المثال، إن معدل التضخم المضاف إلى سعر الفائدة هو معدل التضخم المتوقع في المستقبل، وليس معدل التضخم المحسوب عن فترة ماضيه، فإذا توقع المستثمرون معدل تضخم بمقدار ٦٪ في المستقبل، فإن الـ ٦٪ ستضاف إلى سعر الفائدة الحالي.

وبناء على ما سبق فإن علاوة التضخم المضافة إلى سعر الفائدة ولمدة سنة، هو معدل التضخم المتوقع خلال السنة القادمة، وإذا كانت مدة السند ٢٠ سنة فإن معدل التضخم المتوقع هو خلال العشرين سنة القادمة.

إن التوقعات الخاصة بالتضخم المستقبلي مترابطة إلى حد كبير مع المعدلات التي تحققت خلال السنوات السابقة، فإذا كان معدل التضخم قد زاد في شهر ما، فإن المستثمرين سيميلون إلى رفع توقعاتهم بشأن التضخم المستقبلي، وتبعاً لذلك ستزيد أسعار الفائدة تحت تأثير التضخم، ولكن ذلك ينطوي على مخاطرة.

الفصل الخامس

تمويل المشروع

مفهوم تمويل المشروع

تقسم مصادر التمويل استنادا للفترة الزمنية التي يتم سداده أو تصفيته فيها إلى:

أ. تمويل قصير الأجل.

ب. تمويل متوسط الأجل.

ج. تمويل طويل الأجل.

التمويل قصير الأجل

وهو أحد أنواع مصادر التمويل الخارجي، ويمثل التمويل الذي يستخدم لتمويل العمليات الجارية في المشروع، ويرتبط بتحقيق أهداف المشروع في السيولة والربحية.

توضيح أكثر لهذا المعنى، أن المنشأة عندما تريد استثمار أموالٍ من داخل المنشأة، أو من مصادر خارجية، فإن لدى هذه المنشأة، مشروعات تود القيام بها من أجل تعظيم الربح والتوسع.

عزيزي الدارس، قد تم تقسيم هذه الوحدة إلى أربعة أقسام رئيسة، القسم الأول: يختص بمصادر التمويل قصير الأجل نوعيه التجاري والمصرفي، أما القسم الثاني فيحتوي على التمويل متوسط الأجل بنوعية القروض المصرفية والتمويل باستئجار الأصول. القسم الثالث ستجد فيه كل أنواع التمويل طويل الأجل من القروض طويلة الأجل، والأسهم العادية، والممتازة والسندات، والأرباح المحتجزة.

وأخيراً نختم الوحدة بدراسة القسم الرابع الذي يحتوي على التخطيط الاستثماري، وكيفية توظيف تلك الأموال بطريقة منهجية علمية بتحديد الاتفاق الرأسمالي، ومحددات قرار الاستثمار والإنفاق الاستثماري في شركات القطاع العام.

١. مفهوم تمويل المشروع

تقسم مصادر التمويل استناداً للفترة الزمنية التي يتوقّع سداده أو تصفيته فيها إلى:

أ. تمويل قصير الأجل.

ب. تمويل متوسط الأجل.

ج. تمويل طويل الأجل.

التمويل قصير الأجل:

وهو أحد أنواع مصادر التمويل الخارجي، ويمثل التمويل الذي يستخدم لتمويل العمليات الجارية في المشروع، ويرتبط بتحقيق أهداف المشروع في السيولة والربحية.

ويعتبر هذا النوع من التمويل مشكلة مستمرة للمنشآت التي تعتمد في تسيير فاعلياتها وأنشطتها عليه، فهي دائمة البحث عن مصادره، وتكون عادة من المنشآت صغيرة أو متوسطة الحجم، ذلك أن المنشآت الكبيرة ذات النسبة العالية من الأصول الثابتة لا تعاني من مشكلة التمويل قصير الأجل، ولذا فإن هذا النوع من التمويل يعتمد على طبيعة عمل أو طبيعة النشاط الذي يمارسه المشروع، وبالرغم من أن المنشآت تتجنب عدداً من المشاكل، فيما لو أمكنها الحصول على تمويل طويل الأمد لتمويل احتياجاته في الموجودات (الأصول) المتداولة، إلا أنه رغم هذه الحقيقة **فإن المنشآت تلجأ إلى التمويل قصير الأجل للأسباب التالية:**

أ. **ضعف نسبة المخاطرة،** وهو أمر مهم لدى الدائنين، أو أن قصر فترة تسديد الدين تجعل المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم لضعف المخاطرة، ولقابليتهم على التنبؤ بما يمكن أن يحدث فيما يتعلق بوضع المشروع وبالتالي، احتمالية حصولهم على أموالهم وفق الشروط المتفق عليها عاليه.

ب. **قد يكون الحصول على تمويل قصير الأجل أقل من تكلفة الحصول** على تمويل متوسط أو طويل الأجل، لقصر فترة السداد، ولضعف نسبة المخاطرة.

ج. **الحاجة للأموال في بعض المنشآت الموسمية، الأمر** الذي يؤدى إلى تواجد سيولة لا توجد هناك حاجة لها في حالة التمويل طويل الأجل، لذلك تلجأ المنشآت إلى البحث عن مصادر تمويل قصيرة الأجل لسد النقص الآني في السيولة، ولتمويل احتياجاتها الموسمية.

ح. **بعض حالات التمويل قصير الأجل تكون بدون فوائد**، أي لا تتحمل المنشآت أي تكلفة، وذلك في حالات الشراء بالأجل، على أن يتم التسديد بمدة معينة، فإذا لم يتم التسديد بالمدة المتفق عليها، فإن ذلك يعني عدم تحميل المشروع أي تكلفة، نتيجة لحصوله على ذلك الائتمان (في حالة عدم وجود خصم نقدي تشجيعي مثلاً، ولظروف مالية معينة).

مصادر التمويل قصير الأجل

من المصادر الأساسية للتمويل قصير الأجل:

١. الائتمان التجاري.
٢. الائتمان المصرفي.

١,١ الائتمان التجاري

يعتبر الائتمان التجاري واحداً من أهم أشكال مصادر التمويل قصير الأجل، وقد يكون في بعض الأحيان أكبر مصدر، خاصة بالنسبة للمنشات الصغيرة التي لا تستطيع سداد قيمة مشتريتها فوراً. ويعرف على أنه الائتمان الممنوح للمشروع نتيجة شرائه مواد أولية، أو بضاعة تامة دون دفع قيمة المشتريات نقداً، وتمنح فترة زمنية معينة (قصيرة) لتسديد قيمة هذه المشتريات. لذا فالائتمان التجاري مرتبط أساساً بعمليات الشراء والبيع، ونرى أن المشتريات الصناعية لا تعتمد اعتماداً كبيراً على هذا النوع من الائتمان، بالمقارنة مع المنشات التجارية، والتي يمثل الائتمان التجاري جزءاً كبيراً ومهماً في نشاطها أو فاعليتها.

وهناك نوعان أساسيان للإئتمان التجاري وهما:

١. الحساب الجاري (أو الحساب المفتوح).
٢. أوراق الدفع.

أي أن المشروع يعتمد على الموردين في تمويل احتياجاته الجارية، فأما أن يشتري على الحساب، ويكون لديه حساب مفتوح مع المورد، أو أن يقبل المورد كمبيالة يسحبها

على المشتري سداداً لقيمة البضاعة المباعة، وبذا يحصل المشروع على ما يحتاجه مقابل وعد بتسديد قيمته بتاريخ أجل.

ويعتبر الحساب المفتوح أو الجاري من أهم أنواع الائتمان التجاري، ويشكل النسبة الكبرى من إجمالي العمليات التجارية التي تعتمد الائتمان التجاري، حيث تفضل معظم المنشات الاقتراض عن طريق الحساب المفتوح أو الجاري، بدلاً من الأوراق التجارية، ذلك أن الاقتراض عن طريق الأوراق التجارية، قد يعرض المشروع المقترض إلى مشاكل، في حالة عدم إمكانية السداد في موعد الاستحقاق، وذلك لأن باستطاعة البائع (المقرض)، إثبات توقف المشروع عن الدفع من خلال الكمبيالات، وأوراق الدفع غير المدفوعة، وبالتالي التأثير على السمعة، والمركز المالي للمشروع. هذا إضافة إلى أن الأوراق التجارية تمتاز بقابلية تداولها أي، بإمكان الدائن (البائع) خصم الكمبيالة لدى المصرف، أو لدى جهات مالية أخرى، أو تأجيرها لدى دائنين آخرين بنسبة خصم معينة، يعرض المشروع (المدين) إلى موقف يكون عنده بوضع صعب في حالة عدم تمكنه من السداد في الوقت المحدد.

ويتضح مما سبق أن تسمية الحساب المفتوح (الجاري)، تأتي من أن المشتري لا يوقع وسيلة دفع رسمية محدد فيها قيمة المديونية، وأن الائتمان يمنح على ضوء اعتبارات، وربما دراسات قام بها البائع. أما أوراق الدفع (الكمبيالات) فإن المشتري يوقع على قيمة دين معينة ومحددة فيها مع بيان تاريخ الاستحقاق (السداد)، وتكون هذه الأوراق على عدة صور محددة وموضحة وفق القانون التجاري المعمول به.

ويظهر الحساب المفتوح (الجاري) في ميزانية المشتري (المشروع) وعلى شكل دائن في جانب المطلوبات (الخصوم) المتداولة. بينما تظهر الكمبيالات على شكل أوراق دفع في جانب المطلوبات (الخصوم) المتداولة في سجلات البائع وأوراق قبض في جانب الموجودات (الأصول) المتداولة في سجلات المشتري.

شروط الائتمان التجاري

تتمثل شروط الائتمـان التجـاري بشـروط الشـراء الـذي يلعـب دوراً رئيسـاً فيـه، وتتحدد شروط الشراء بعاملين أساسيين:

أ. مقدار الخصم المسموح به في حالة التسديد في فترة زمنية محددة ومتفق عليها، وهـو مـا يسمى بالخصم النقدي الذي يعتبر عنصراً من شـروط الائتمـان، والـذي لا يختلـف عـن الخصم التجاري وخصم الكمية.

ب. الفترة الزمنية والتي تكون على شكلين.

الأولى: الفترة الزمنية المسموح بها قبل تسديد قائمة الشراء، فمثلاً يتم الشراء وفق شروط (٥/ ١٠، صفر/ ٣٠ يوماً أو صافي / ٣٠)،أي أنه في حالـة التسـديد خـلال العشـرة أيـام الأولى من تاريخ الشراء، نحصل على خصم نقدي مقداره ٥٪، فالخصم النقدي يمثـل الــ ٥٪ والعشرة أيام تمثل الفترة الزمنية التي لو تم تسديد المبلغ خلالهـا: نحصـل علـى مقـدار الخصم النقدي في حين أن الفترة الأخرى المتمثلـة لغايـة ٣٠ يومـاً هـي الفـترة الواجـب تسديد القائمة عند نهايتها، أي الفترة المسـموح بهـا قبـل تسـديد القـرض، والا تعـرض المشروع المشتري إلى غرامات (كلف) إضافية.

ويمكن تقسيم شروط الشراء، وبالتالي شروط الائتمان بالشكل التالي:

- **الدفع نقداً قبل الاستلام:**

حيث يتم الدفع قبل استلام البضاعة وعنـد الشـراء، وفي هـذه الحالـة لا يوجـد ائتمان، وقد يكون السبب، عدم معرفـة البـائع بالمشـتري، أو لخطـورة أو ضـعف وضـع المشتري المالي، وفيها لا تتم عمليـة شـحن المـواد أو البضـاعة المشـتراة إلا بعـد اسـتلام قيمتها.

- **الدفع نقداً عند الاستلام:**

وفيه يتم دفع قيمة القائمة من قبل المشتري عند استلامه البضاعة وهنا لا يوجـد ائتمان أيضاً، وفي هذا الشرط يتحمل البائع المخاطر الناجمة من إرسال البضاعة للمشتري لحين استلامه قيمتها.

- **مدة الائتمان بدون خصم أو ما يسمى بصافي المدة،** إذ يتم منح فترة ائتمان معينة، يتم تسديد القرض خلالها، على أن لا يتعداها دون منحه أي خصم نقدي، فمثلاً يتم الشراء صفر/ ٢٠، (صافي/ ٢٠)، أي إنه يجب تسديد مبلغ الشراء بالكامل في مدة لا تتجاوز العشرين يوماً، من تاريخ الشراء. وقد يكون الغرض منها في بعض الأحيان إعطاء المشتري فرصة لمراجعة البضاعة المستلمة، والتأكد من مطابقتها للمواصفات المطلوبة، أو لتنمية وضعه المادي، وتمكينه من توفير المبلغ المطلوب.
- **مدة الائتمان مع الخصم النقدي:**

إذ يقوم البائع في بعض الأحيان بمنح المشتري خصماً نقدياً بنسبة معينة، في حالة سداده مبلغ الشراء في موعد مسبق لتاريخ الاستحقاق، وذلك لدفع المشتري للسداد المبكر، والحصول على مقدار الخصم على سبيل المثال، شراء بضاعة بشروط ٣/ ١٠، صفر/ ٣٠ (صافي/ ٣٠)، أي إن المشتري سيمنح خصماً نقدياً مقداره ٣٪ في حالة تسديده، لمبلغ القائمة خلال العشرة أيام الأولى، ولغاية الـ٣٠ يوماً المسموح بها. وأحياناً يكون بالشكل التالي ٥/ ٧، ٢/ ١٤، صفر/ ٣٠، أي إن المشتري بإمكانه التمتع بخصم نقدي مقداره ٥٪ لسدد قيمة القرض خلال ٧ أيام من تاريخ الشراء أو أن لم يستطيع ذلك فإن بإمكانه الحصول على فرصة خصم أخرى مقدارها ٢٪ لو قام بالسداد بعد اليوم السابع من تاريخ الشراء ولغاية اليوم الرابع عشر من تاريخ الشراء. بعد ذلك لا يحصل على أي خصم، ويجب عليه تسديد مبلغ القائمة بالكامل في مدة لا تتعدى ثلاثين يوماً من تاريخ الشراء.

- **السداد نهاية الموسم:**

قد يتعمد بعض البائعين (الموردين)، إلى إرسال قوائم التسديد بعد فترة من عملية الشراء، وهذا ما يحدث للمنشات التي تتعامل مع سلع أو بضائع موسمية، مثلاً أو للمنشات التي ترغب في استقرار سوق عملها من خلال تشجيع المشترين على إرسال طلباتهم بفترات مبكرة، وبكميات مناسبة، وتقوم المنشات الموردة للبضاعة بإرسال قائمة البيع بعد فترة معينة من عملية الشراء، ووصول البضاعة إلى مخازن المشتري.

تكلفة الائتمان التجاري:

يمكن اعتبار الائتمان التجاري مصدراً من مصادر التمويل، إن المشتري غير ملزم بدفع قائمة الشراء، إلا بعد استلامه البضاعة، أي أن عملية الدفع تتم بعد أيام من تاريخ الشراء، وبذا يعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويل. هذا ويتأثر الائتمان التجاري بمقدار حجم التبادل فكلما زادت المعاملات التجارية من الشراء بزيادة الإنتاج أو المبيعات، اعتبرنا الائتمان التجاري مصدراً دائماً للتمويل، أي أنه يتأثر بخطط الإنتاج والشراء، هذا ويتم تسديد قيمة قائمة الشراء إما في آخر يوم من فترة الائتمان، أو بعد انتهاء فترة الائتمان، ولم تكن قد منحت خصماً نقدياً ففي هذه الحالة لا توجد تكلفة للائتمان. أما إذا كان هناك خصم نقدي لم تستفد منه المنشأة، أي أنها لم تسدد ضمن الفترة التي تتمتع بخصم نقدي فإن ذلك يعنى أنها تتحمل تكلفة الفرصة الضائعة فعلى سبيل المثال، إذا كانت شروط الدفع هي ٢/ ١٠، صفر/ ٣٠ فإن ذلك يعنى أن المشروع في حالة قراره بعدم الاستفادة من الخصم النقدي الممنوح بإمكانه استخدام الأموال بقيمة القائمة لمدة ٢٠ يوماً، فإذا كانت القائمة بقيمة ٢٠٠ جنيه فإن ذلك يعنى أن لديه ١٩٤ جنيه لمدة ٢٠ يوماً وبذلك فإن تكلفة الفائدة ستصبح:

$$\frac{٦}{١٩٤} \times \frac{٣٦٠}{٢٠} = ٥٥,٦٪$$

وهذا يعني أن الفائدة السنوية ٥٥,٦٪ أي أن تكلفة الائتمان التجاري كبيرة جداً في حالة عدم الاستفادة من الخصم النقدي وعليه. يتم التشجيع أحياناً على الحصول على ائتمان مصرفي للاستفادة من الخصم النقدي. وتنخفض التكلفة هذه كلما زادت المسافة الزمنية بين آخر يوم في مهلة الخصم النقدي الممنوح، وآخر يوم محدد لتسديد القرض، ففي المثال السابق، لو فرضنا أن الشروط كانت ٣/ ١٠، صفر/ ٦٠ فإن الفائدة تساوي:

$$\frac{٦}{١٩٤} \; \frac{٣٦٠}{٥٠} = ٢٢,٣٪$$

وبذا يتضح انه كلما زاد صافي المدة، قلت تكلفة الفائدة إذا لم يتم الاستفادة من الخصم النقدي الممنوح.

أما في حالة عدم تسديد المشروع لقائمة الشراء في الوقت المحدد، أي تسديدها بعد ذلك، فإن هذا يؤدي إلى تدهور السمعة الائتمانية له عند مورديها وعند البنوك، الأمر الذي يؤثر على وضعه كمشروع في دنيا الأعمال. أي أن المنشأة – والحال هذه- يكون قد تحمل تكلفة الخصم النقدي الضائع إلى جانب تدهور سمعتها الائتمانية الأمر الذي قد يجعل الموردين يشددون في شروط البيع، أو عدم التعامل معه أساساً، وفي بعض الأحيان، يحدث أن يطلب المشروع مد فترة التسديد، مما يؤدي إلى إضافة تكلفة أخرى تؤخذ بنظر الاعتبار عند احتساب تكلفة الائتمان التجاري.

هذا وينبغي على مستعمل الائتمان التجاري معرفة وفهم عناصر التكلفة التي تختفي وراء الخصم النقدي، إذ أن الكلفة لا تقتصر على نفقة استعمال الأموال بل تشمل أيضاً نفقة الديون المعدومة المتوقعة والنفقات الإضافية الناتجة من منح الائتمان. لذا وجب أن نقارن بين مزايا الائتمان التجاري كمصدر تمويل مستمر وبين تكلفة الخصم النقدي الضائع مع تكلفة تدهور السمعة الائتمانية نتيجة تأجيل السداد بعد تاريخ التسديد الوارد في قائمة الدفع.

مزايا الائتمان التجاري:

يمتاز الائتمان التجاري الذي يمثل شكلاً من أشكال مصادر التمويل قصيرة الأمد بكونه:

١. مصدراً سهل الحصول عليه

ذلك إن كثيراً من المنشآت يمكنها الحصول على الائتمان التجاري، خاصة المنشآت صغيرة الحجم وحديثة التأسيس، إلى جانب كون معظم البائعين أو الموردين على استعداد للتعامل، وتقديم الائتمان التجاري وتحمل مخاطره بالقياس، إلى المنشآت المالية، وذلك لغرض كسب العملاء الجدد واستمرار العملاء القدامى في التعامل، بالإضافة لذلك فإن المنشآت المالية تقوم بعدد من التحليلات والدراسات قبل إقرار منح الائتمان

أو القروض للوقوف على المركز المالي للعميل، في حين لا يقوم الموردون بمثل هذه التحليلات والدراسات، ولكنهم مقابل ذلك يتحملون مخاطرة قرار منح الائتمان للعملاء.

٢. **بالنسبة لبعض المنشآت، وخاصة الصغيرة، يعتبر الائتمان التجاري المصدر الوحيد المفتوح أمامها** والذي بوساطته تستطيع الحصول على احتياجاتها من المواد الأولية، أو البضاعة التامة الصنع، ذلك لأن المنشات المالية المختلفة، ليست على استعداد للمخاطرة بإقراض مثل هذا النوع من المنشآت، ولذا فهي تجد صعوبة في الحصول على مصدر تمويل قصير الأجل، فتلجأ إلى الموردين الذين يمنحون الائتمان التجاري ولعدة اعتبارات.

ج. **كما يمتاز الائتمان التجاري بعامل المرونة**، وذلك لإمكانية استخدامه عندما تكون هناك حاجة إليه، مثلاً عندما يتطلب الوضع الاقتصادي العام، أو وضع مشروع ما للاحتفاظ بمادة معينة تتعامل بها ولا تتوفر لديها السيولة الكافية في هذا الوقت، فبإمكانها الاعتماد على الموردين اللذين يمنحون الائتمان التجاري.

كذلك في حالة التأخير في السداد إلى ما بعد الموعد المتفق عليه والمحدد بقائمة الشراء، فإن المشروع قد لا يضطر للتفاوض مع الموردين، عندما يتم السداد في فترة قصيرة مثلاً أو أن إجراءات التأجيل تكون أبسط بكثير مما لو كانت قد اقترضت من البنوك، أو إحدى المنشآت المالية، حيث يتطلب الأمر الاتصال الرسمي والحصول على الموافقات الأصولية إلى جانب التعقيدات الروتينية الرسمية الأخرى أحياناً، بالإضافة إلى أن الائتمان التجاري لا يتطلب غالباً أن يقدم المشتري أي ضمان، أو رهناً لأصوله للحصول عليه، وبالتالي فإنه يمنح المشروع فرصة أخرى للحصول على أموال إضافية إذا كانت بحاجة لها، ولا تتوفر في الأنواع الأخرى من مصادر التمويل.

٢,١ الائتمان المصرفي

يعتبر الائتمان المصرفي شكلاً من أشكال التمويل قصير الأجل، ويعتمد توفيره على البنوك التجارية وشركات الأموال. والبنوك التجارية من أقدم المؤسسات المالية المتخصصة التي توفر الأموال على شكل ائتمان قصير الأجل للمنشآت المختلفة لسد حاجتها من الأموال لتمويل عملياتها الجارية. وبذا فهذا النوع من البنوك يختلف عن تلك المتخصصة كالبنوك الزراعية، أو الصناعية، أو العقارية، التي تمنح قروضاً طويلة الأجل، خاصة بالنسبة للمنشآت الصغيرة إلى جانب كونها أقل تكلفة لجميع المنشآت بغض النظر عن حجمها على الأقل للمدى القريب، أما على المدى البعيد فيعتمد على تسديد الفائدة المحددة من قبل البنوك، ذلك إن البنوك تعمد إلى رفع سعر الفائدة على القروض القصيرة الأجل عندما يزداد الطلب عليها، وعندما لا تتوفر سيولة كافية إلا أنه وبالرغم من ذلك فإن المنشآت تفضل الحصول على القرض المصرفي قصير الأجل لتغطية عملياتها الجارية، على أن تدفع فوائد مخفضة (في فترات انخفاض أسعار الفائدة) على قروض طويلة الأجل ليست بحاجة لها لفترة طويلة ذلك أنها ستواجه مشكلة توفر سيولة نقدية لا توجد حاجة لها.

والائتمان المصرفي أقل تكلفة من الائتمان التجاري، وأقل مرونة منه ذلك لتوسع حجم الائتمان التجاري بتوسع مشتريات المشروع، إلا أنه وفي جانب آخر أكثر مرونة منه، وذلك لأن المشروع تحصل عليه بشكل نقد، وبذا يستطيع استخدامه في مجالات الحاجة المختلفة.

هذا إلى جانب كون حصول أي مشروع على الائتمان المصرفي، مما يعنى أنه اجتاز اختبارات البنوك، أو المنشآت المالية المانحة للائتمان المصرفي، لأن هذه المؤسسات تضع عدداً من الشروط، وتقوم بفحص دقيق لوضع المنشآت قبل إقرار منحها القروض، وهذا ما يوضح الوضع المالي السليم لتلك المنشآت المقترضة.

هذا ويتحدد حجم أو مقدار ما تمنحه البنوك التجارية من قروض على شكل ائتمان مصرفي بعدد من العوامل أو البنود منها:

أ. الظروف الاقتصادية والمالية العامة:

أي تأثر الائتمان المصرفي والقروض بشكل عام بالحالة الاقتصادية وبالتحديد التجارية، والائتمان العامة للقطاع الذي يعمل به المشروع المقترض، أو للوضع الاقتصادي العام للبلد.

ب. سياسة البنك الداخلية:

إذ يتم تحديد نسبة معينة للائتمان المصرفي لا يجوز تجاوزها بأي حال، كأن تكون ١٠٪ من رأس المال والاحتياطات للمشروع المقترض.

ج. المركز الائتماني للمشروع المقترض:

حيث تقوم البنوك بدراسة المركز المالي للمشروع المقترض، ويتم التركيز في هذا الخصوص على:

١. شخصية المقترض.
٢. مقدرة المقترض.
٣. رأس مال المقترض.
٤. الضمانات الممكن تقديمها من قبل المقترض.

وعلى ضوء ما سبق يتم اختيار العملاء الذين سيتم إقراضهم من قبل البنوك وشركات الأموال وتحديد مقدار القرض.

وتقسم القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية وشركات الأموال على شكل ائتمان مصرفي إلى نوعين:

الأول: الائتمان المصرفي بدون ضمان عيني.
الثاني: الائتمان المصرفي بضمان معين.

الائتمان المصرفي بدون ضمان عيني:

تقوم البنوك التجارية وبعض شركات الأموال بإعطاء المنشآت قروضاً قصيرة الأجل دون ضمان عيني، ويحدث ذلك غالباً عندما يكون المشروع المقترض معروفاً لديهم أي أن له سجل تعامل مستمرٍ معهم، حيث تصل القناعة لدى البنك المعنى بأن عملية إجراء مفاوضات بخصوص منح قرض أخر قصير الأجل لهذه المنشآت مكلفة، خاصة وأنه على علم بوضعها المالي من خلال التعامل المستمر بينهما.

هذا ويتم تثبيت هذا النوع من القروض، كغيره من القروض، رسمياً بالتصديق على مستندات البنك من قبل المقترض، وتشمل هذه المستندات قيمة القرض ومدته وتاريخ التسديد، ومقدار الفائدة واجبة الدفع، وعدد الأقساط، وقيمة كل قسط في حالة اشتراط التسديد بأقساط.

- **وتكون القروض القصيرة الأجل بدون ضمان عيني على أحد الأشكال التالية:**

الاعتماد المفتوح:

وهو اتفاق غير رسمي بين المقترض والمقرض (البنوك عادة)، يسمح بموجبه البنك بحد أقصى من الأموال، يكون المقترض مديناً بها لفترة زمنية محددة، تكون عادة سنة قابلة للتجدد على أن يتم تسديد المبلغ المتفق عليه عند كل تجديد. إلا أن ذلك عملياً لا يتم في كثير من الأحيان، لكنه من الناحية النظرية أو الشكلية يتم الاتفاق على تسويته عند انتهاء المدة المتفق عليها، ومن ثم يجدد لفترة أخرى وهكذا. وتتم عملية تحديد قيمة الاعتماد بناء على دراسة وتحليل يقوم بها البنك للوقوف على سلامة ومتانة المركز المالي للمشروع المقترض، ومقدار الاحتياج للوقوف على ضمان سلامة عملية الإقراض. وتركز عملية الدراسة والتحليل التي يقوم بها البنك على الموازنة النقدية للمشروع المقترحة ذلك للوقوف على الفترات الزمنية التي يحتاج خلالها المشروع إلى سيولة نقدية للإيفاء بالالتزامات أو لتمشية الفعاليات، إلى جانب الفترات الزمنية التي تتوفر للمشروع المقترض أموالا يستطيع بها تسديد قيمة الأقساط، (أو القرض بالكامل حسب الاتفاق).

إن هذا النوع من القروض لا يكون ملزماً بكامل قيمته للمقترض، أي إن المقترض بإمكانه استخدام أي جزء منه حسب حاجته، على أن لا يتجاوز إجمالي المبلغ المستخدم قيمة الاعتماد. وعليه فإن الفائدة التي يقوم بدفعها المقترض تحتسب فقط على المبلغ المستخدم فعلاً من قبله، حيث يتم إصدار خطاب من قبل البنك يوضح فيه قيمة الاعتماد المسموح للمشروع المقترض التعامل بحدود ومقدار الفائدة.

• **القرض المتجدد:**

وهو نوع من أنواع الاعتماد أيضاً، إلا أنه يختلف عن الاعتماد المفتوح في كونه يمثل ارتباطاً قانونياً ملزماً من جانب البنك، بتقديم قرض بحد أقصى محدد ولفترة زمنية معينة قابلة للتجديد، وبفائدة وشروط دفع متفق عليهما. وبإمكان المقترض أيضاً استخدام جزء أو كل المبلغ إلا أن الفرق عن الاعتماد المفتوح، هو أن المقترض يتحمل دفع الفائدة على الحد الأقصى (كامل المبلغ) المتفق عليه، سواء تم استخدامه بالكامل أو جزءٍ منه. أي أن المقترض يدفع قيمة الفائدة حتى لو لم يستخدم القرض المتفق عليه بالكامل، إلا أنه بالمقابل يضمن توفر السيولة، وتحديدها خاصة في الحالات التي يكون المشروع بوضع لا يستطيع عنده تأكيد حاجته الفعلية للسيولة.

• **قرض لغرض معين:**

يختلف هذا النوع من القروض عن الاعتماد المفتوح، أو القرض المتجدد في أنه يتم الاتفاق عليه لحاجة المقترض للأموال لغرض واحد محدد، كأنه يكون لتنفيذ صفقة شرائية، واحدة أو لإنجاز مقاولة معينة مثلاً، ويتم تسديده في الموعد المتفق عليه، ويقوم البنك بدراسة كل طلب بشكل مستقل، ليقرر موافقته على القرض لتمويل هذا الغرض المحدد. هذا وتضع البنوك لمنح هذا النوع من القروض (القروض دون ضمان) أحياناً بعض الشروط، منها أن يضع المقترض رصيداً مديناً في حسابه مع البنك، يسمى بالرصيد المعوض، أي وجود حد أدنى من النقدية لدى البنك، وقد يكون كنسبة من قيمة القرض كأن يكون (١٠٪) أو (٢٠٪)، فإذا كان المقترض يحتفظ برصيد بشكل دائم لدى البنك

يزيد على ذلك المقدار، والحال هذه أمرٌ طبيعيٌ وأنّ عليه وضع المقدار المطلوب كرصيد دائم لحين السداد، وهذا ما يزيد من تكلفة الائتمان المصرفي.

كذلك من الشروط، وجوب تسديد القرض ولو لمدة واحدة خلال السنة وذلك لإظهار أن هذا النوع من القروض، قروض قصيرة الأجل، وعلى المقترض أن لا يعتمد عليها كمصدر تمويل طويل الأجل. وقد يشترط البنك عدم الاقتراض من بنوك أو شركات أموال أخرى طيلة فترة القرض، وذلك لوقاية القرض نفسه.

الائتمان المصرفي بضمان:

يقوم عديد من البنوك وشركات المال بطلب تقديم ضمانات معينة من قبل المنشآت المقترضة، لضمان مبلغ القرض المطلوب.

وهناك عدة أسباب لوضع ضمانات من قبل المنشآت المقرضة، مقابل الحصول على القرض منها:

أ. قد يكون المشروع حديث التكوين:

وبذا فهو لا يتمتع بسمعة مالية أو تجارية كافية لضمان استرداد القرض.

ب. قد يكون المشروع صغير:

وبذلك فإن المخاطرة التي يتحملها البنك أو جهة الإقراض عالية، بالقياس للمنشآت الكبيرة، ولضمان السداد يطلب وضع ضمان مقابل.

ج. ضعف المركز المالي والائتماني للمشروع المقترض.

د. للحصول على مقدار أكبر من الاقتراض:

كأن تقوم المنشآت بتقديم ضمانات مختلفة للحصول على ما تحتاجه من أموال.ويطلب البنك عادة ضماناً، تكون قيمته السوقية أعلى من قيمة القرض، وذلك لضمان مبلغ القرض كحد أدنى في حالة تردي القيمة السوقية للضمان الموضوع. أي الاحتفاظ بنسبة من قيمة الضمان لتغطية إخطار انخفاض قيمته، وهذا ما يسمى بـ(نسبة التغطية)، فعلى سبيل المثال إذا تم تقدير قيمة الضمان بمبلغ ١٠٠٠٠٠ جنيه، وتنص سياسة البنك على منح قرض بنسبة ٧٥٪ من قيمة الضمان، فإن قيمة القرض والحال

هذه يجب أن لا يتجاوز ٧٥٠٠٠ جنيه، وللبنك المقرض طلب ضمانات أخرى في حالة هبوط القيمة السوقية لضمان الموضوع تساوي مقدار الهبوط الحاصل في قيمة الضمان السابق، وتختلف نسبة التغطية هذه حسب طبيعة الضمان، فالضمان بالأراضي والعقارات، يختلف عن الضمان بأوراق القبض أو الأوراق المالية الأخرى، وهذه تختلف عن نسبة التغطية في حالة الضمان بالبضاعة وهكذا.

وتقسم القروض المكفولة بضمان إلى عدة أقسام حسب طبيعة الضمان المقدم:

- **قروض مكفولة بضمان شخص آخر:**

ويتم هذا النوع من الاقتراض عند كفالة شخص ثالث لعملية التسديد، وهذا الشخص الثالث – الذي يتدخل بين المقترض والمقرض– يتعهد بتسديد قيمة القرض للبنك في حالة عدم قدرة المقترض على السداد، مما يتلقى المخاطرة في هذا النوع من الاقتراض، وبقدر ما يسببه من إحراج بين المقترض والضامن في حالة عدم أيفاء المقترض بالتزاماته لأي سبب، إلا أن البنك وشركات الأموال المقترضة تفضله لقلة المخاطرة ولضمان التسديد.

- **قروض مكفولة بضمان الحسابات المدينة للعملاء:**

وفي هذا النوع من القروض تقدم المنشآت المقترضة حسابات عملائها المدينين، كضمان لدى البنك أو الجهة المقرضة، وفي كثير من الأحيان دون علم المدين نفسه.

وتقوم جهة الإقراض بدراسة وفحص هذه الحسابات للوقوف على جودتها من وجهة نظر المقرض، ذلك أن حجم الحسابات المدينة لا يعطي مؤشراً كافياً على القيمة الحقيقية لها دون دراسة وتحليل جودة هذه الحسابات. هذا ويتطلب الاقتراض بضمان الحسابات المدينة أن يحصل المقرض على بيانات من المقترض، تتعلق بتفاصيل الحسابات المدينة مثل اسم المدين، وحجم الدين، وتاريخ التحصيل، وقد يطلب المقرض القوائم أو المستندات التي يتم بموجبها تثبيت حالة المديونية، للوقوف على سلامة العمليات المعنية أساساً. هذا وقد يخطر المدين باستخدام حسابه كضمان، أو قد لا يخطره. وعندما يحل موعد تسديد المدين للمبلغ المترتب بذمته، يتم تحويله إلى البنك مباشرة كجزء من قيمة

القرض. وقد تتراوح نسبة التغطية لهذا النوع من الاقتراض ما بين ٧٠٪ - ٩٠٪ من قيمة الحسابات المدينة الضامنة.

- **قروض مكفولة بضمان أوراق القبض:**

ويشبه هذا النوع من الاقتراض النوع السابق، فأوراق القبض عبارة عن كمبيالات وسندات إذن، تحرر لإثبات الحسابات المدينة. وتقوم البنوك وشركات الأموال بدراسة وتحليل هذه الحسابات للوقوف على درجة الجودة، ومن ثم تحديد حجم القرض الممكن إقراضه كنسبة من رقم الحسابات هذه. وتقوم البنوك بإخطار العملاء بأن كمبيالاتهم وسنداتهم قد رهنت لديها كضمان، مقابل منح الجهة الكافلة لتلك الكمبيالات والسندات قرضاً معيناً.

- **قروض مكفولة بضمان الأوراق المالية:**

حيث تقوم بعض المنشآت لغرض الحصول على قرض معين بضمان أوراقها المالية (أسهم وسندات)، بدلاً من بيعها في السوق، مما قد يؤدى إلى خسارة معينة لها بسبب بيعها لهذه الاستثمارات المؤقتة، في حين أنها تأمل بيعها عند ارتفاع سعر تلك الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية، أو قد تمثل استثماراً دائماً في منشآت أخرى ترغب المنشأة في الاحتفاظ به لعدة أسباب. إن دراسة وتحليل الأوراق المالية أسهل للمقرضين، بسبب سهولة دراسة ومعرفة قيمتها الحقيقية.

- **قروض مكفولة بضمان المخزون:**

تعتبر عملية الحصول على قروض بضمان المخزون من العمليات المالية المضمونة. لكل من المقرض والمقترض خاصة عندما يتعلق عمل المنشأة المقترضة بتخزين أو تصنيع بضائع نمطية غير قابلة للشطب وتتمتع بسوق نشطة. وتتم عملية الضمان بواحد أو أكثر من المستندات التالية:

أ. بوليصة الشحن.

ب. إيصال الإيداع.

ج. إيصال الأمانة.

تكلفة الائتمان المصرفي:

هذا وتحتسب تكلفة الائتمان المصرفي بناء على سعر الفائدة الموضوع من قبل البنك أو الشركات المقرضة للأموال. ويختلف سعر الفائدة من قرض لآخر، ومن عمل لآخر، فكلما كانت المنشأة المقترضة ذات مركز مالي وسمعة تجارية أو صناعية جيدة، حصلت على تسهيلات في سعر الفائدة للقروض التي تطلبها، لأن المركز المالي أو السمعة يؤهلانها للمساومة ويوفران أمامها الفرص البديلة. وبالعكس من ذلك. كلما كانت المنشأة في مركز مالي، ضعيف أو لم تتمتع بسمعة طيبة لأي سبب، رضيت بأي سعر فائدة يفرض عليها.

وتضع بعض البنوك – بناءً على توجيهات مركزية من قبل الدولة التي تعمل بها، من خلال البنوك المركزية– حداً أعلى لتلك الفوائد، وفي بعض الأحيان حدوداً ثابتة للتعامل وفق مستويات إقراض معينة.

وتطلب بعض البنوك أن يتم تسديد الفائدة مقدماً، أي أنها تستقطع الفائدة من مبلغ القرض مقدماً، الأمر الذي يزيد من السعر الحقيقي للفائدة، ولتوضيح ذلك، نفترض أن مشروع اقترض مبلغ ٢٠٠٠٠ جنيه، بفائدة ٥٪ لمدة سنة، فإن مقدار الفائدة يكون ٢٠٠٠٠ x ٥٪ = ١٠٠٠ جنيه. أما إذا اشترط البنك دفع مقدار الفائدة مقدماً أي خصم من المبلغ فإن المبلغ المستلم من قبل المشروع سيكون:

٢٠٠٠٠ – ١٠٠٠ = ١٩٠٠٠ جنيه

أي أن سعر الفائدة الحقيقي والحالة هذه سيكون:

$\frac{١٠٠٠}{١٩٠٠٠}$ x ١٠٠٪ = ٥,٣ ٪ وهو السعر الحقيقي للفائدة.

لأن ما سيستلمه المشروع فعلاً هو ١٩٠٠٠ جنيه، وما ستدفعه في نهاية المدة ٢٠٠٠٠ جنيه، هذا بالإضافة إلى أن بعض البنوك تطلب وجود حد أدنى من رصيد نقدي للمشروع لديها أي أن على المشروع المقترض أن يضع رصيداً معيناً متفقاً عليه لدى البنك كنقدية لا يسمح له التعامل بها، فإذا كان للمشروع أساساً هذا الرصيد وبشكل

مستمر، فلا توجد تكلفة أما إذا لم يكن للمشروع أن يحتفظ بهذا الرصيد، فإن ذلك يعني أنّ البنك سيحتفظ بهذا المقدار من مبلغ القرض، أي أن ما سيستلمه المشروع من القرض مطروحاً منه المبلغ الذي يمثل رصيد الحد الأدنى الواجب الاحتفاظ به كنقدية لدى البنك، ومقدار الفائدة، وهذا ما يحمل القرض تكلفة أخرى تتمثل بتكلفة الرصيد النقدي الموجود لدى البنك وغير المستقل، والذي قد يكون المشروع بحاجة إليه لتسيير نشاطه وفاعليته المستمرة.

٢. التمويل متوسط الأجل

يرتبط التمويل قصير الأجل، كما سبق شرحه – بتمويل احتياجات المشاريع الموسمية أو الاحتياجات المؤقتة من الأموال لتسيير الفعاليات والأنشطة الجارية للمشروع، لذا فهو يمتاز بما يسمى بالتصفية الذاتية أي تتم تصفيته خلال فترة تقل عن سنة. أما التمويل متوسط الأجل فيستخدم لتمويل حاجة دائمة للمشروع المقترضة كأن يكون لتغطية تمويل أصول ثابتة أو لتمويل مشروعات تحت التنفيذ والتي تستغرق عدداً من السنين لذا فإن المتفق عليه هو اعتماد فترة التمويل من سنة إلى خمس سنوات في هذا النوع من التمويل حيث يتم سداد قيمة من خلال التدفقات النقدية التي تتولد خلال هذا العدد من السنين.

هذا ويتمثل التمويل المتوسط الأجل بـ:

١. . القروض المصرفية متوسطة الأجل.
٢. استئجار الموجودات(الأصول).

١,٢ القروض المصرفية متوسطة الأجل

وللبنوك التجارية دور كبير في هذا النوع من أنواع القروض، فبعد أن كانت تقتصر في التعامل المالي على التمويل قصير الأجل، اتجهت البنوك التجارية إلى تمويل المشروعات والمنشآت بقروض متوسطة الأجل، تزيد فترتها على السنة، وتصل إلى خمس سنوات، وسمي هذا النوع المحدد بين فترة السنة ونهاية خمس سنوات بالقروض متوسطة

الأجل. وغالباً يتم تسديد هذا النوع من القروض على شكل أقساط، يتم تحديد مواعيد استحقاقها وقيمها، والتي قد تكون متساوية في شروط عقد الإقراض. ويكون سعر الفائدة للقروض متوسطة الأجل، أعلى من سعر الفائدة للقروض قصيرة الأجل.

وفي كثير من الأحيان والتي يتم بها تجديد القروض قصيرة الأجل سنة بعد أخرى، خاصة القرض المتجدد فإنها تعتبر قروضاً متوسطة الأجل، ويبقى الجدل الدائر في مدى ملاءمة هذا النوع من القروض لطبيعة احتياجات المشروع.

وتحتسب تكلفة القروض متوسطة الأجل بنفس الأسلوب الذي تحتسب به تكلفة القروض قصيرة الأجل، أي أن التركيز فيها على سعر الفائدة الذي يتحمله المشروع المقترض، آخذين في الاعتبار السعر الحقيقي للفائدة، وليس السعر الظاهري المتفق عليه، إلى جانب أهمية قياس تكلفة الشروط الأخرى، والتي توضع من قبل الجهة المقرضة، كما هو الحال في تكلفة شرط وضع رصيد نقدية لدى البنوك المقرضة، لا يسمح بالسحب منه طيلة فترة القرض.

وتضع البنوك التجارية جملة من الشروط للاقتراض متوسط الأجل، الهدف منها هو ضمان قدرة المنشأة المقترضة على رد القرض، منها:

وما يسمى بالشروط العامة التي تتعلق بحجم رأس المال العامل، أي أنها تطلب أن لا يقل رأس المال العامل للمشروع المقترض عن مبلغ معين، كذلك منع المنشأة المقترضة من الاقتراض، سواء كان ذلك لقرض متوسط الأجل آخر، أو لقرض طويل الأجل. كذلك تضع البنوك شروطاً إجرائية متمثلة بتقديم المنشآت المقترضة ميزانيتها الختامية، وحساب الأرباح والخسائر للبنك المقرض، لتحليلها والوقوف على المركز المالي للمشروع بشكل مستمر. إلى جانب وضع قيود بعدم رهن أو استئجار موجودات المنشأة، أو خصم أوراقها المالية لدى بنوك أخرى. وقد يذهب الأمر – في بعض الحالات بالبنوك التجارية– إلى وضع شروط خاصة، الهدف منها هو التأكد والتأمين التام لسداد القرض من قبل المقترض، كأن يتم مثلاً تحديد طريقة وجهة صرف القرض من قبل المشروع، وكيفية التصرف به أو القيام بالتأمين على أحد مسئولي المنشأة لمسئول عن التصرف في

القرض مثلاً لصالح البنك، وغيرها من الشروط الخاصة التي يرتئيها البنك المقرض. وبنفس الموافقة على هذه الشروط أو الحد منها بين الجهة المقترضة، ويعتمد ذلك على مدى حاجتها للأموال، وتوفر البدائل لها، إضافة إلى مركزها المالي، وسمعتها في دنيا الأعمال.

٢,٢ التمويل باستئجار الأصول

ينظر إلى التمويل باستئجار الأصول على أنه استئجار تمويل، يمثل شكلاً من أشكال التمويل، وهو بذلك يحل محل أي شكل آخر يتطلبه المشروع للحصول على الأصول كأن يكون بإمكانها الاقتراض للحصول على قيمة الأصول المطلوبة. ويمثل قسط الاستئجار وفوائده التزامات ثابتة على المشروع المستأجر يجب الوفاء بها، حالها بذلك حال أقساط الديون المالية الأخرى، وأن عدم الالتزام بالتسديد يجعل المشروع في موقف مالي محرج. وعلى الرغم من أن إجمالي الأقساط التي تدفع لتأجير الأصول، أعلى من ثمن شراء الأصول نفسه، إلا أن المنشآت تلجأ للاستئجار لعدة أسباب، منها عدم توفر النقد الكافي للشراء، أو الشروط الموضوعة للحصول على مبلغ الشراء خاصة عندما يكون المبلغ كبيراً، والحاجة للأصل المستأجر مؤقتة، إضافة إلى المزايا التي يوفرها الاستئجار، والمتمثلة بالمرونة، وقلة القيود الموضوعة على المستأجر، مقارنة بشروط الأنواع الأخرى من الاقتراض، إضافة إلى الاعتبارات الضريبية، حيث يعتبر التأجير مصروفاً يخفض المبالغ الخاضعة للضريبة، في حين يعتبر اندثار الأصول التي يشتريها المشروع وحده فقط خاضعة للضريبة، ثم إن المشروع يستفيد من القيمة الاقتصادية الأصل المستأجر، دون أن يظهر مقابل ذلك أي التزام في سجلاته المحاسبية، مقارنة بالشراء عن طريق الاقتراض، حيث يضم الأصل نفسه إلى جانب مبلغ الاقتراض.

٣. التمويل طويل الأجل

يمثل التمويل طويل الأجل الأموال التي تتوفر للمشروع لتمويل الفروض الاستثمارية المتاحة، ويمثل التزاماً على المشروع كشخصية معنوية مستقلة. إن هذا الالتزام يضيف عبئاً آخر على المدير المالي للمشروع، يتمثل بضرورة معرفته بما يسمى بأسواق

المال، لأنه يلجأ إليها في محاولته للحصول على أموال لأجال طويلة، إلى جانب تأثر قرار التمويل بظروف تلك الأسواق من حيث الطرق التمويلية المختلفة والمتوفرة فيها وتكلفة كل طريقة منها، ثم إن بعض المنشآت تكون الحاجة فيها للتمويل طويل الأجل مستمرة بسبب طبيعة عملها. ومن أهم أعمال هذه الأسواق هو توجيه الأموال الفائضة والمتوفرة لدى بعض الوحدات الاقتصادية إلى الوحدات الاقتصادية التي تكون بحاجة لها. وهنا تبرز كفاءة المدير المالي في اختيار المصدر المناسب، والذي تتفق شروطه وكلفته مع إمكانيات المشروع الحالية والمتوقعة.

يمكن تقسيم مصادر التمويل طويلة الأجل على ضوء أسس معينة، فمثلاً تقسم على أساس تركيبة الهيكل المالي، أي من حيث الملكية إلى أموال الملكية المتمثلة بالأسهم العادية والممتازة أو الأرباح المحتجزة، والأموال المقترضة المتمثلة بالسندات، والقروض طويلة الأجل. كذلك تقسم على أساس طبيعة المصدر إلى تمويل خارجي يشمل الأسهم والسندات والقروض طويلة الأجل، ومساهمة الحكومة، وتمويل داخلي يشمل الأرباح المحتجزة. **إلا أنه بشكل عام يتم تقسيم مصادر التمويل طويلة الأجل إلى الأقسام التالية:**

١. الأسهم العادية.
٢. الأسهم الممتازة.
٣. الأرباح المحتجزة.
٤. السندات.
٥. القروض.
٦. مساهمة الحكومة (وتخص المنشآت العامة).

١,٣ الأسهم العادية

تعتبر الأسهم العادية أحد مصادر التمويل طويل الأجل في المشروع، ويلجأ إليها المدير المالي عندما تقتضيه ضرورة توفير مصدر طويل الأجل لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأمد، أو لضرورات التطوير في المشروع، إلا أن ذلك لا يعني أن المشروع يصدر أسهماً عادية بشكل مستمر، ففي بعض الأحيان قد لا يصدر المشروع

أسهماً عادية مرة واحدة طيلة حياته الاقتصادية. وتعتمد المنشآت على إصدار هذه الأسهم خاصة عند بداية تأسيسها، وذلك لحاجتها إلى الأموال، ولعدم قدرتها على تحمل أعباء تكلفة الاقتراض الخارجي وشروطه. ويمتلك المشروع الحق في دفع عائد معين إلى جملة الأسهم العادية عند تحقق أرباح معينة له، ولكنه – بنفس الوقت – يمتلك القرار في عدم توزيع الأرباح ككل أو نسبة منها أو عدم إعطاء أي شيء في حالة تحقيق خسارة وبذلك نلاحظ أن المشروع تكون في مركز مرن في حالة التمويل بأسهم عادية.

تمتاز الأسهم العادية بأن لها حقاً غير محدد في أرباح المشروع وأصوله ويأتي دور نصيب السهم العادي من أرباح المشروع بعد أن يأخذ السهم الممتاز، أن وجد، نصيبه من الأرباح ويكون لحامل السهم العادي الحق في التصويت عند اجتماع الجمعية التأسيسية (العمومية) للمشروع. وتحدد مسؤولية حامل السهم العادي بمقدار حصته في رأس المال أي قيمة الأسهم العادية التي يملكها إلى رأس المال. كما أن لحامل السهم العادي الحق في الاكتتاب على الأسهم العادية الجديدة التي يصدرها المشروع وله الحق أيضاً في نقل ملكية الأسهم التي يملكها إلى شخص أو جهة أخرى ذلك لأن المنشآت لا ترجع قيمة هذه الأسهم إلى حامليها لأن قيمها تمثل ملكية المشروع وتبقى هذه الملكية بصفة دائمة مع المشروع.

للأسهم العادية عدة قيم **فهناك القيمة الاسمية** التي تمثل المبلغ المنصوص عليه في عقد تأسيس المشروع وتكون هذه القيمة مدونة على صك السهم وفي بعض الأنظمة قد يحدد التشريع حداً أدنى معيناً للمنشآت لإصدار أسهمه العادية.

وهناك القيمة السوقية والتي تتحدد وفقاً لمؤشرات العرض والطلب في سوق الأوراق المالية ولذلك فإن هذه القيمة تمتاز بالتغير المستمر اعتمادا على تلك المؤشرات فترتفع عندما يتوقع المتعاملون في سوق الأوراق المالية تحقيق المشروع لأرباح نتيجة لوضعها الاقتصادي والمالي المتين وتنخفض في حالة العكس أي توقع الخسارة والفشل. كذلك توجد القيمة الدفترية التي تتمثل بحاصل قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم في حالة إصدار المشروع لهذا النوع من الأسهم فقط.

هذا وتحتسب تكلفة الأسهم العادية أيضاً بالحد الأدنى الذي يطلبه حاملوا الأسهم العادية على أموالهم المملوكة والمستثمرة في المشروع بما يحافظ على القيمة السوقية للسهم وعليه **تقاس التكلفة وفقاً لنموذج كوردن التالي:**

$$\text{ع} = \frac{\text{ت س}}{\text{ق س } (١ - \text{ت ص})} + \text{م ت}$$

حيث ع تساوي مقدار العائد الذي يساوي التكلفة.

ت س التوزيعات المتوقعة للسهم.

ق س القيمة السوقية للسهم.

ت ص تكلفة الإصدار.

م ت معدل النمو المتوقع في التوزيعات، هو معدل ثابت.

خلو فرضنا أن القيمة السوقية للسهم العادي في إحدى المنشآت تساوي ١٠٠ جنيه، وأن التوزيعات المتوقعة للسهم في العام القادم كما تحددها سياسة التوزيع في المنشأة تساوي ١٠٪، وعلى افتراض أن القيمة الاسمية للسهم تساوي ١٠٠ جنيه أيضاً، هذا ويقدر معدل النمو للتوزيعات بحوالي ٥٪ من القيمة الاسمية، وإن تكلفة إصدار تساوي ٣٪ فإن تكلفة السهم العادي والتي تعادل العائد المتوقع تستخرج دفعة النموذج السابقة وتساوي:

$$= \frac{١٠}{١٠٠(١-٣٪)} + ٥٪ = ١٥,٣٪$$

٢,٣ الأسهم الممتازة

تتشابه الأسهم الممتازة والأسهم العادية في أن كليهما يمثل أموال الملكية، كما يتمتع حامل السهم الممتاز كذلك بكافة المزايا التي يتمتع بها حامل السهم العادي.

ويتم إصدار الأسهم الممتازة بقيمة مصدره أعلى من القيمة الاسمية في حالة وجود علاوة ويتم إصدارها بقيمة أقل في حالة وجود خصم إصدار، كما أن السهم الممتاز إضافة إلى القيمة الاسمية والقيمة المصدرة قيمة سوقية تحددها المضاربات في أسواق المال، وقيمة دفترية كما في الأسهم العادية.

تكون الأسهم الممتازة على عدة أشكال، منها أسهم ممتازة مجمعة الأرباح، أي التي يحق لحاملها الحصول على عائد السهم في سنوات الخسارة، مجمعاً في سنوات الربح، أي يحصل على كامل أرباحه في السنين التي تتوفر فيها أرباح كافية لدفع النسب المحددة لأسهمه. كذلك الأسهم الممتازة مشتركة الأرباح، وهي التي يحصل حاملوها على نسبة إضافية من الأرباح، إضافة إلى النسبة المحددة في حالة وجود فائض في الأرباح المستحقة تلك الفترة. كما أن هناك الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

ويحق للمنشأة المصدرة للأسهم الممتازة استدعاء هذه الأسهم وتصفيتها، ويكون ذلك إما بسبب توفر السيولة النقدية للمشروع، ورغبتها في تخفيض عدد الأسهم، حيث تقوم بتسديد قيمة الأسهم بجملتها، لعدم حاجتها إلى الأموال المتأتية منها. أو أن يكون المشروع قد وجد مصدر تمويل آخر بتكلفة أقل من تلك التي يدفعها على الأسهم الممتازة، وبذلك يكون من مصلحتها اتخاذ قرار التصفية، والتخلص من التكاليف الإضافية، كذلك قد يكون بسبب وجود شروط معينة تم وضعها عند إصدار هذه الأسهم، تمثل التزاماً عليه مادامت هذه الأسهم موجودة وعليه، يرى المشروع ضرورة التخلص منها في أقرب وقت تتوفر لديه الإمكانية لذلك. وتتم تصفية الأسهم الممتازة بطريقتين: الأولى من خلال قيام المشروع بشراء هذه الأسهم من السوق ثم يقوم بإلغائها، مما يؤدي إلى تخفيض عدد الأسهم وبالتالي تخفيض نصيبها من الأرباح. والثاني: يتم عند تضمين شروط المشروع لإصدار أسهم ممتازة نص بمنحها صلاحية استدعاء هذه الأسهم بالوقت الذي يراه مناسباً لوضعها المالي، فإن المنشآت عادة ما تستدعي أسهمها الممتازة خاصة في الأوقات التي تنخفض فيها أسعار الفائدة السوقية، وقد يكون الاستدعاء لكل أو لجزء من الأسهم، ويقوم حاملو الأسهم بتقديمها للمشروع واستلام قيمتها نقداً.

٣,٣ الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح الحصيلة أو الثمرة التي يسعى المشروع من خلال مجمل نشاطه الاقتصادي إلى تحقيقها وإنضاجها بالشكل الذي يتناسب وحجم النشاط، ويعتبر الربح أحد الأهداف الرئيسة للمنشآت، والأرباح يمكن توزيعها على المساهمين، أو الاحتفاظ بها لغرض استثمارها. وبالرغم من أن الهدفين، وكما يتضح للوهلة الأولى متناقضان، فالمساهمون ينتظرون أن يروا ثمرة أموالهم التي وضعوها، واستثمروها في المشروع والمتمثلة بالربح ليبدأوا الجني، والمتمثل بنصيبهم من هذه الأرباح، وإدارة المشروع وبالذات الإدارة المالية التي تحاول المحافظة على وضع مالي مستقر لتقوية المركز المالي للمشروع من ناحية، ومن ناحية أخرى يساعدها على الاستثمار وتوسيع نشاطات العمل. لذا فإن ارتفاع نسبة الموزع من الأرباح، يعني تقليل مقدار الأرباح المحتجزة وبالتالي قد لا يوفر نسب النمو التي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقها، كما أن تقليل نسب الموزع، وزيادة نسبة الأرباح المحتجزة، قد يضر بالعلاقة بين المستثمرين والمشروع، فعملية الموازنة، ودفع التبريرات العقلانية والمقنعة لهذه الموازنة، أمر ضروري أي يجب اقتناع الجمعية التأسيسية(العمومية) صاحبة القرار في مجال توزيع الأرباح بمبررات وتحديد نسبة معينة للتوزيع، وأخرى للاحتفاظ بها، وذلك لضمان صالح المشروع نفسه وصالح المساهمين فيها أيضاً. وهناك بعض العوامل التي تؤثر في تحديد نسبة الموزع من الأرباح ومنها:

أولاً: التشريعات والقواعد القانونية:

تختلف التشريعات والقواعد القانونية المتبعة في هذا الصدد من بلد لآخر، خاصة وفق الفلسفة النظرية العامة المطبقة في ذلك البلد.

فبعض القوانين تنص على عدم جواز توزيع الأرباح، إذا كان المشروع في حالة عسر مبادئ، أي في حالة زيادة الخصوم على الأصول، كذلك ينص البعض على عدم توزيع الأرباح إذا كان الأمر سيؤدي إلى تخفيض في قيمة المشروع، أي تخفيض في رأس

المال القانوني له. ثم إن بعض القوانين تضع حدوداً لعملية التوزيع، أي هناك حد أدنى، وحد أعلى يتم بموجبه توزيع الأرباح.

ثانياً: المركز المالي للمشروع:

قد يحقق المشروع أرباحاً، وقد يظهر رقم هذا الربح في الجانب الأيسر من الميزانية إلا أنه بالمقابل لا تتوفر النقدية الكافية لتغطية رقم الربح هذا، أي أن الأرباح المتحققة ذهبت سيولتها النقدية لتغطية بعض جوانب توزيع الأرباح، وإلا تحقق ضرر كبير في المشروع. والمشروع الناجح يكون في الواقع العملي بحاجة مستمرة إلى توفر الأموال أو السيولة، لتمويل احتياجاته وتسيير فعالياته. أما في المنشآت المستقرة، أي ذات معدات أرباح متوقعة مستقرة، فإنها تكون قادرة على تحديد معدلات لتوزيع أرباحها.

ثالثاً: طبيعة الديون المترتبة بذمة المشروع:

إذ إن الديون ابتداء تحد من حرية المشروع في التصرف بالنقدية، وبالتالي في توزيع الأرباح، ذلك أن بعض عقود الديون غالباً ما تنص على عدم التلاعب مثلاً برصيد نقدية معين، أو عدم المساس برصيد الأرباح المحتجزة السابقة كضمان للدائنين. كذلك فإن المشروع عند التوسع يحتاج إلى قرض لتغطية نفقات هذا التوسع، عندها تواجه المشروع أما تسديد القرض بقرض آخر، أو الاعتماد على المصادر الذاتية كالأرباح المحتجزة في تسديده لما توفره له من امتيازات تجعله يلجأ إليها عند توفرها دون التفكير بالاقتراض الخارجي. كذلك فإن إمكانية المشروع في الحصول على الأموال من مصادر عديدة، قد يكون بسبب استقراره أو لكونه مشروعاً كبيراً سجل أرباحاً كبيرة في سنين عمله، الأمر الذي يوفر له إمكانية أكبر في توزيع نسب أعلى لأرباحه من تلك المنشآت الحديثة، أو الصغيرة، أو تلك المنشآت التي تمر بظروف عدم استقرار.

رابعاً: معدل التوسع ومعدل العائد على الأصول:

كلما كان معدل التوسع أو النمو في الأصول كبيراً، زادت الحاجة في التوسع وبالتالي تمويل هذا التوسع، وبذا تكون الحاجة في زيادة النسبة المحتجزة من الأرباح،

كذلك الحال في معدل العائد على الأصول، فكلما زاد هـذا العائـد، شـجع علـى زيـادة الاستثمار وبالتالي احتجاز الأرباح للاستفادة منها.

خامساً: عدد مالكي المشروع والوضع الضريبي لهم:

وهو أحد العوامل التي تؤثر في تحديد المشروع لنسبة الأرباح الـتي سـتوزع، ونسـبة الأرباح التي تحتجز، فإذا كان عدد المالكين قليلاً، وكانوا يخضعون لشريحة ضـريبة عاليـة، فإنهم يفضلون احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح، وإعادة استثمارها داخـل المشـروع علـى توزيعها. أما إذا كان العدد كبيراً، فإن الأرباح الموزعة ستشكل رقماً قد لا يتـأثر كـثيراً في موضوع الضريبة، إلا أنه في بعض الأحيان يكون العـدد قياسـياً، ويكونـون متفـاوتين في الشريحة الضريبية التي يخضع لها كل منهم، وهنا يكون التفاوت، فـالبعض يريـد زيـادة في نسبة الأرباح الموزعة، والآخرون يرغبون في زيادة الأرباح المحتجزة، وهنـا علـى المشـروع التوفيق بينهم في تحديد نسبة معينة للتوزيع، وأخرى للاحتجاز.

تتفاوت العوامل سابقة الـذكر في تأثيرهـا علـى قـرار نسـبة توزيـع أو احتجـاز الأرباح، تبعاً لظروف كل مشروع، وقد تلجأ المنشآت إلى وضـع وإتبـاع سياسـة مسـتقرة بتوزيع أرباحها، تأخذ بنظر الاعتبار جميع الجوانب في العوامل سابقة الـذكر، كـأن تكـون على شكل نسبة ثابتة متفق عليها من الأرباح، أو أن تكـون حـداً أدنـى متفقـاً عليـه مـع بعض الزيادات التي تحدد وفقاً لحجم الربح الذي سيتحقق.

ولسياسة الاستقرار في توزيع الأرباح فوائد كثيرة على الوضع المـالي للمشـروع فهي تزيد من القيمة السوقية لها أو لأسهمها وذلك لنظرة الأرباح السائدة عليهـا بسـبب استقرارها وللتعامل المستحب من قبل المالكين، لوضع الاستقرار فيهـا، إلى جانـب ذلـك يوجد مفهوم أخر يسمى التوزيع الأمثل للأرباح وهذه السياسة تعتمد مبدأ تعظـيم ثـروة المالكين أي أن المالكين يفضلون احتجاز إرباحهم أو نسبة كبيرة منهـا إذا تمكـن المشـروع من استثمارها لهم بنسبة عائد أعلى من تلك التي سيحصلون عليها مـن الفـرص المتاحـة خارج المشروع. فإذا أستطاع المشروع على سبيل المثال الحصول على عائـد مـن اسـتثمار الأرباح المقرر توزيعها للمالكين مقدار ١٥٪ ويتوقع المالكون حصولهم علـى نسـبة عائـد

٧,٥٪ في أحسن الأحوال عند استثمارهم للربح من الفرص المتاحة لهم خارج المشروع فإنهم والحال هذه يفضلون حجز الأرباح بدلاً من توزيعها. إن هذا الأمر يجب أن لا يعنى انحدار المشروع في استثمار أرباح المالكين بالشكل الميكانيكي للعملية لأن ذلك سيفقدها استقرارها وعليه يجب أن تكون هناك موازنة تأخذ بنظر الاعتبار عاملي الاستقرار وسياسة التوزيع الأمثل للأرباح.

٤,٣ السندات

تعتبر السندات نوعاً من أنواع القروض طويلة الأمد وتنقسم إلى أقسام يسمى كل قسم (سند) يصدره المشروع بهدف الحصول على أموال لتمويل النفقات الاستثمارية والتشغيلية وبذلك تكون السندات عبارة عن التزام مالي على المشروع سداد قيمته في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه ويحصل حامل السند على معدل فائدة دوري ثابت سواء حققت المشروع أرباحاً أو حقق خسارة.

وتتحمل قيمة السند السوقية أي قيمته في سوق الأوراق المالي الزيادة كأرباح نتيجة لمتانة المركز المالي للمشروع في سوق الأوراق المالية وزيادة الطلب عليه كما تتحمل النفقات كخسارة في حالة العكس. ويستطيع المشروع المصدر للسندات وضع شرط استدعاء السندات عندما يجد في نفسه القدرة المالية على تسديد قيمها في حالة عدم توفر قروض استثمار مربحة بديلة أو عند انخفاض أسعار الفائدة في السوق بالمقارنة بأسعار الفائدة التي يحصل عليها حاملو السندات، فيقوم المشروع باستدعاء السندات القديمة وشرائها بأسعار تزيد عن قيمتها الاسمية، حيث يشكل القرض العلاوة التي تمثل مكافأة يحصل عليها حامل السند. **ويلجأ المشروع إلى إصدار السندات للحصول على تمويل طويل الأجل لعدة أسباب منها:**

- **المتاجرة بالملكية:**

من خلال حصول المشروع المصدر للسندات على معدل ربح أعلى من معدل الفائدة الموضوع لحامل السند، عند هذه الحالة تكون عملية إصدار السندات مربحة.

- **تكلفة السندات أقل من تكلفة الأسهم.**

تنزيل سعر فائدة السندات من الأرباح قبل احتساب الضريبة، بينما تعتبر عائدات الأسهم من قبيل توزيع الأرباح الخاضعة للضريبة.

- **لا يتمتع حاملو السندات بحق التصويت أو الاشتراك في الإدارة:**

وبذا فإن المشروع يحصل على ما تحتاجه من الأموال، دون الحاجة لإشراك الآخرين من الإدارة، وذلك لأن حملة السندات يمثلون دائني المشروع وليس مالكين.

- تعتبر عملية إصدار السندات وسيلة أخرى من وسائل الحصول على الأموال من الأفراد الذين يرغبون بالتعامل بالسندات دون الأسهم، أو دون غيرها الأساليب.

أنواع السندات:

تقسم السندات استناداً إلى المميزات التي تمتاز بها، أي أن طبيعة الامتياز الذي تتمتع به المستندات هي التي تضعها ضمن نوع معين دون آخر **ومن هذه الأنواع**:

١. سندات مضمونة برهن الموجودات (الأصول).
٢. سندات غير مضمونة برهن الموجودات (الأصول)
٣. سندات مضمونة بأسهم وسندات أخرى.
٤. سندات ربح.

٥. سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، ويتم تحديد عدد الأسهم التي من الممكن أن تتحول إليها السندات.
٦. شهادة استثمار، وتستخدم في تمويل المنشآت الكبيرة التي تستخدم الآلات والمكائن عالية التكلفة، حيث يتم إعطاء عائد معين مع جزء من قيمة الأصول لحين تسديد قيمة الآلات بالكامل فتؤول عند ذاك ملكيتها للمشروع.

وتقوم المنشآت التي تتعامل بالسندات، بإعداد الخطط الآلية الكفيلة لتسديد قيم السندات خاصة إذا كانت تلك المنشآت كبيرة، وتستخدم السندات كمصدر للقروض طويلة الأمد بشكل واسع، الأمر الذي يتطلب وفرة السيولة في الوقت المحدد للتسديد. فإذا كانت السيولة متوفرة بشكل يغطى قيمة السداد، فلا توجد مشكلة، أما إذا لم تتوفر لدى المشروع المبالغ الكافية بسبب تفضيل المشروع استثمار أموال دون الاحتفاظ بسيولة كبيرة، فإن ذلك يعنى أن المشروع سيتفكر في أيجاد مصادر تمويلية أخرى **للوفاء بالتزامات ، وهناك عدة أنواع ووسائل للتسديد منها:**

أ. السداد حسب اختيار المشروع.

ب. السداد الإجباري.

ج. السداد التدريجي.

٥,٣ قروض طويلة الأمد

تمثل إحدى الطرق المهمة التي يحصل بموجبها المشروع على الأموال، لتمويل احتياجاته وتكون هذه الأموال واجبة السداد خلال فترة تتراوح بين سنة وعدة سنوات، وفقاً للشروط والقواعد التي يتم الاتفاق عليها بين المشروع والمقرض. وتوجد العديد من البنوك والمصارف المتخصصة، تقوم بإقراض المنشآت بهذا النوع من القروض (قروض طويلة الأمد)، إضافة إلى شركات الأموال، هذا في النطاق المحلى إذ إنه توجد أيضاً لمثل هذا النوع أسواق مالية إقليمية ودولية تعمل جميعها على تمويل القروض الاستثمارية المتاحة في المناطق ذات الاحتياج للقروض الطويلة، خاصة على نطاق دولي كالدول النامية على سبيل المثال، والتي تكون عادة بحاجة إلى مثل هذا النوع من التمويل، ومن أمثلة البنوك الدولية والإقليمية هذه: البنك العربي والإفريقي، والبنك الأسيوي للتنمية، والبنوك الإسلامية المتنوعة، والبنك الدولي للإنشاء والتعمير وغيرها.

وتتمثل تكلفة القرض طويل الأجل في قيمة الصرف إلى جانب الفوائد المدفوعة، والتي يتم دفعها بفترات محددة تضاف إليها المصارف الأخرى إن وجدت في اتفاق صفقة القرض.

٤. التخطيط الاستثماري

مفهوم التخطيط الاستثماري:

يعتمد التخطيط الاستثماري بشكل أساس على القرار الاستثماري طويل الأمد، والذي يعتبره المتخصصون في هذا المجال من أهم القرارات في ميدان الأعمال، ذلك لتعلقه باستثمار أموال معينة الآن، ويتوقع تحقيقها لعائد معين بعد فترة زمنية طويلة (غالباً تكون أكثر من سنة واحدة). وهذا ما يميزه عن النفقات التشغيلية، حيث تكون المدة المتوقعة لتحقيق العائد لهذه المصارف قصيرة، أقل من سنة إلا أن معدل دوران تحويل النفقات التشغيلية إلى نقد أعلى من معدل دوران تحويل المصاريف والنفقات الاستثمارية إلى نقد، بسبب قصر الفترة وسرعة تحقيق العائد.

لذا فإننا سنتناول هذا الجانب المتعلق باستخدام المشروع للأموال المتاحة لديه في عمليات استثمارية، سواء كانت تلك الأموال في ملكيتها الخاصة، أو تحصل عليها بالطرق التمويلية التي تناولنا شرحها وتفصيلها في الفصول السابقة، مع التركيز على عامل الموازنة بين تكلفة الحصول على تلك الأموال والعائد المتوقع تحقيقه من استثمارها، آخذين في الاعتبار الفترة الزمنية التي يستغرقها هذا العائد لكي يتحقق، أي مدة الاستثمار. إلى جانب ذلك سيتم توضيح دور عامل المخاطرة في عملية الاستثمار هذه. إذ إن المخاطرة تلعب دوراً بارزاً ومهماً، خاصة عندما تكون الفترة الزمنية للتوقع طويلة، وهذا ما ستوضحه الأسس العلمية المتبعة من تحديد حجم ومقدار نسبة المخاطرة في الاستثمارات المتاحة للمشروع، إلى جانب استعراض أو تحليل طرق تقييم نتائج الفرص الاستثمارية المتاحة لكل من القطاعين الخاص أو العام.

٤,١ الإنفاق الاستثماري (الرأسمالي)

يقصد بالإنفاق الاستثماري عملية استثمار الأموال المتوفرة لدى المشروع في موجودات (أصول)، تستخدم لفترة زمنية طويلة، أي لا يتوقع ظهور الآثار المترتبة على هذا النوع من الاستثمار، أو النتائج المتوخاة منه في الفترة التي يتم فيها الاستثمار، أو بفترة قصيرة عنه، بل يتوقع أن تستمر لفترة زمنية طويلة. من هنا تأتي التفرقة بين

النفقات. فهناك النفقات التشغيلية والنفقات الرأسمالية. النفقات التشغيلية عبارة عن النفقات التي يأمل المشروع تحقيق عائداتها خلال فترة وجيزة، مثل نفقات المواد الأولية والأجور، ولا تتجاوز فترة تحقيق العائد في مثل هذا النوع عن السنة. أما النفقات الرأسمالية، فهي تلك التي يتوقع المشروع تحقيق العائد منها خلال فترة طويلة، مثل الاستثمار بشراء الآلات والمعدات الجديدة، أو أراضي إضافية. فالمنشأة و في هذه الحال تتوقع أن يتحقق العائد خلال سنوات متعددة. إلا أنه في الواقع العملي قد يكون هذا النوع من التميز صعب التحديد، لوجود بعض النفقات التي تصنف على سبيل المثال نفقات تشغيلية، ولكن لا يتوقع الوقوف على تأثيرها، أو معرفة نتائجها بفترة زمنية قصيرة، على سبيل المثال مصاريف الإعلانات عن المنتجات، أو الخدمات فقد تستغرق عملية إقناع المستهلكين، والتأثير عليهم باتجاه استهلاكي معين وقتاً طويلاً، كما أن بعض المنشآت قد لا تستخدم أسلوب الفترة الزمنية المتوقع تحقيق العائد خلالها، بل تعتمد مقدار المبلغ المنفق ذاته، كأن تصدر التعليمات على اعتبار المصاريف التي تصرف لغاية ٢٠٠جنيه، نفقات تشغيلية بغض النظر عن طبيعتها.

٤, ٢ محددات قرار الاستثمار

لقرار الاستثمار محددات متعددة تؤثر فيه بشكل مباشر، ويختلف هذا التأثير من حالة لأخرى، وعليه نشير هنا إلى هذه المحددات للوقوف على حجم التأثير، وهل هو في صالح اتخاذ قرار الاستثمار أم لا ؟ وهذه المحددات هي:

- **التطور التكنولوجي:**

مما لاشك فيه أن التطور التكنولوجي في مجال إنتاجي معين لأي نشاط اقتصادي، يعتبر من العوامل المهمة في خلق فرصة استثمارية جديدة، حيث إن إنتاج مادة جديدة، أو إتباع طرق إنتاجية متطورة في إنتاج السلع، وفتح أسواق جديدة مثلاً، كلها تؤدي إلى زيادة في الطرق الاستثمارية، وبالتالي زيادة قدرة المستثمرين على توسيع حجم الاستثمار، أو القيام باستثمارات جديدة.

- **اتجاه التوقعات ودرجة المخاطرة:**

يعتبر عامل التوقع بـالظرف الاقتصـادي مـن حيـث: درجـة الانتعـاش ودرجـة الانكماش (التفاؤل والتشاؤم)، من العوامل المؤثرة أيضـاً في قـرار الاسـتثمار وحجمـه، وذلك من خلال تأثيرها المباشر على تقديرات المستثمرين لمـا سـيؤول إليـه الاسـتثمار في مجال معين، أي تقديراتهم وتوقعاتهم لعائد الاستثمار في مجال استثماري معين. فإذا كـان التوقع بالانتعاش أي التفاؤل من حيث ازدياد حجم السـوق المتوقـع واسـتقرار الوضـع السياسي، وما يتبعه من ايجابيات في مجال السياسة الاقتصادية، فإن ذلـك سيشـجع علـى زيادة حجم الاستثمار، وتوسع مجالاته. أما إذا كان التوقع بالانكمـاش أي التشـاؤم مـن حيث ضيق نطاق السوق وعدم الاستقرار السياسـي، وكثـرة التقلبـات السـوقية، وعـدم الاستقرار، فإن ذلك سيؤثر سلباً على مقدار حجم الفرص الاستثمارية، وبالتالي حجـم الاستثمار، ذلك أن توقعات الربحيـة، أو العائـد المتوقـع سـيكون أقـل ممـا هـي عليـه في الظروف الاعتيادية، أو ظروف الانتعاش والتفاؤل.

- **حجم سوق الاستثمار وطبيعة المناخ الاستثماري:**

أوضحت العديد من الدراسات والبحوث التطبيقية أهمية عامل حجـم السـوق كمحدد لقرارات الاستثمار، حيث أكدت هذه الدراسات على أن اتساع حجـم السـوق، يعتبر من عوامل زيادة الكفاءة في استخدام الموارد الاقتصادية المتاحة، وتحقيق الوفـورات الاقتصادية وبالتالي زيادة في حجم الاستثمار. إضافة إلى أن اتساع حجم السـوق يـؤدي إلى خلق فرص استثمارية جديدة متكاملة، أو مرتبطة مع استثمارات قائمة. كما أنه يؤدي إلى زيادة ربحية الاستثمارات القائمة، مما يخلق فرص استثمار جديدة، من خلال تـأثيره في قـرار اسـتخدام واسـتثمار هـذه الأربـاح في مجـالات متعـددة. بالإضـافة إلى أن المنـاخ الاستثماري الذي يتضمن العوامـل الأساسـية والضـرورية لخلـق البيئـة الـتي تسـمح في مجالات التنمية الاقتصادية بالمشاركة والاسـتثمار، والـتي تعتمـد علـى درجـة الاسـتقرار السياسي والاقتصادي، ودرجة كفاءة الدولة في بناء البنية الأساسـية، الأمـر الـذي يـوفر المناخ السياسي والاقتصادي والاجتماعي الملائم لخلق فرص الاستثمار وزيادتها.

- **القوانين والتعليمات المالية:**

كما أن للقوانين والتعليمات المالية أثراً واضحاً، في زيـادة حجـم الاسـتثمار، أو توسيع الاستثمار القائم بصفة عامة، ومن هذه الأمـور القانونيـة مسـألة الضـرائب، الـتي تؤثر بشكل مباشر على قرار الاستثمار، وفي تحديد اتجاهاته وطبيعة وحجم العائد المتوقع من تلك الفرص الاستثمارية.

ويتخذ الاستثمار أنواعاً متعددة، إلا أن الشائع في قرارات، ومشروعات الإنفاق الاستثماري، يمكن تصنيفه إلى:

أ. **قرارات تتعلق بمشاريع جديدة لم تكن موجودة من قبل**، وتدخل في نطاقها زيـادات الطاقة الإنتاجية للمنشآت والتوسعات الممكن إدخالها على المشـاريع، عنـدما تكـون هذه التوسعات جديـدة، وبالتـالي فـإن مثـل هـذه القـرارات سـتؤدي إلى زيـادة في الإيرادات.

ب. **قرارات تتعلق بمشاريع إستكمالية الهدف منها:**

إضافة طاقة إنتاجية لتحقيق التـوازن بـين مراحـل الإنتـاج المختلفـة مـن خـلال إضافة موجودات معينة بمشاريع قائمة أصلاً.

ج. **قرارات تتعلق بالإحلال والتجديد:**

أي إحلال واستبدال الموجودات القديمة ذات الطاقة الإنتاجية المستهلكة بـأخرى جديدة ذات طاقة إنتاجية عالية وبالتالي السعي إلى زيـادة الأربـاح عـن طريـق تخفـيض عناصر التكاليف إلى أدنى حد ممكن بثبات حجم الإنتاج والمبيعات. إن نجاح المشروع أي مشروع في المستقبل يعتمد أساساً على سلامة ودقـة قـرار الاسـتثمار المتخـذ في الوقـت الحاضر ذلك لأهمية وخطورة مثل هذا القرار إضافة إلى الآثار التي ستترتب عليـه. هـذا وتختلف درجة الخطورة في قرارات الاستثمار بناء على الظروف الاقتصـادية والسياسـية العامة للدولة فتزداد الخطورة عندما يكون الظرف الاقتصادي في حالة انكماش وعنـدما يكـون الوضـع السياسـي في حالـة عـدم اسـتقرار وتقـل الخطـورة في حالـة الانتعـاش الاقتصادي والاستقرار السياسي. وفي كلتا الحالتين يبقى عامل المخاطرة ودرجة التحقـق

من العوامل المهمة التي تؤثر في قرار الإنفاق هذا، وعليه نلاحظ أن قرار الاستثمار يصدر من أعلى المستويات على صعيد المشروع أو المؤسسة أو أوزارة وهكذا أي أننا نلاحظ دائماً أن قرارات الاستثمار هي حصر للجهات العليا مهما كان مستوى الإنفاق فيها طالما كانت ذات طبيعة استثمارية.

٣,٥ الإنفاق الاستثماري في الشركات العامة (الحكومية)

يرتكز الإنفاق الاستثماري (الرأسمالي) في الشركات الخاصة على تحقيق فكرة تعظيم الربح أو تعظيم القيمة السوقية للسهم من خلال مقارنة العائد المتوقع لإنفاق استثماري معين.

وتلعب تكلفة الأموال دوراً مهماً في توجيه قرار الاستثمار ذلك لاعتبار أن تلك التكلفة تمثل الحد الأدنى من معدل العائد المطلوب، وبذا فإن قرارات الاستثمار في الشركات الخاصة تخضع لما يسمى بدراسات الكلفة والعائد الذي يعتمد مبدأ اختيار الاستثمار الذي يحقق عائداً أكبر من تكلفة الأموال المستثمرة فيه.

أما تقييم مقترحات الاستثمار في القطاع العام، فهو يختلف عما عليه في المنشآت الخاصة، وذلك من خلال:

- **الأهداف والغايات المتوخاة من الاستثمار:**

تختلف الأهداف التي يتوخاها القطاع العام من جراء إقرار استثمار معين، عنها في القطاع الخاص. فالقطاع العام يهدف من خلال إقراره استثماراً ما إلى جملة من الأهداف منها:

- **إن قرار الاستثمار يجب أن يكون في مشاريع استثمارية:**

تؤدي إلى زيادة في الدخل الكلي، ويذهب البعض إلى اعتبار الهدف، هو تحقيق زيادة دخل الفرد، وذلك لتجاوز التضليل الذي تعكسه الزيادة السكانية غير المخططة، إلى جانب أهمية مثل هذا الهدف على الصعيد الاستراتيجي، خاصة بالنسبة للبلدان النامية.

- **تحقيق نسبة متقدمة في الاكتفاء الذاتي:**

أي أن أحد الأهداف الأساسية التي يجب أن يهدف القطاع العام للوصول إليها من خلال عمليات الاستثمار، هي للوصول التدريجي للاكتفاء الذاتي من خلال الاعتماد على النفس، وتقليل الاستيراد، في الحالات الممكنة وبالتالي تحقيق الوفورات، إلى جانب تحقيق فائض في العملة الأجنبية.

- **زيادة حجم التوظيف واستخدام العمالة المتوفرة:**

من خلال استثمار في مجالات معينة لخلق فرص عمل تساعد على امتصاص العمالة المتوفرة إلى جانب خلق فرص للاستخدام الأمثل للوقت لدى الأفراد وبالتالي زيادة في مستوى دخلهم.

- **إن الاستثمار من خلال القطاع العام، يجب أن يأخذ بنظر الاعتبار عملية إعادة**

توزيع الدخل، وتقريب التفاوت بين طبقات المجتمع، أو بين منطقة وأخرى ضمن البلد وذلك لخلق مجتمع متوازن بين طبقاته وبين مناطقه. وهذا أمر مرتبط بالسياسة العليا للدولة. فمثلاً عند إقرار تنفيذ مشروع معين بوجود بديلين من حيث المنطقة الجغرافية التي سيقوم المشروع عليها نلاحظ هنا تدخل القرار السياسي بالاستثمار في منطقة (أ) دون منطقة (ب) لحقق عائداً أكبر إلا أن سياسة الدولة تفضل العائد الأقل على أن يتم تنفيذ المشروع في منطقة (أ) لأسباب تتعلق بتقليل الفوارق بين المناطق وخلق توزيع عادل للمشاريع الاستثمارية داخل البلد.

- **توجيه النمط الاستهلاكي للمواطنين في بلد ما وفق الاتجاه**

الذي يراه أصحاب القرار، أو الجهة المسئولة عن التخطيط في ذلك البلد، وبالتالي فإن الاستثمار سيوجه نحو مجالات معينة دون أخرى، وتتم التوعية بناءً على ذلك الاتجاه، **لتهيئة المواطنين لتقبل قرار الاستثمار باتجاه دون آخر.**

- **تعتمد المنشآت الخاصة في عملية تقدير العائد المتوقع لأي استثمار تنوي القيام**

به على أساس أسعار السوق وفق اعتبار مساواة هذا العائد لأسعار الفرص البديلة، أما استثمارات القطاع العام فتأخذ بنظر الاعتبار مقدار الدخل الإضافي الناتج

من الاستثمار، أي مقدار ما يضيفه دخل استثمار ما إلى الدخل القـومي. وهنـا تواجهنـا حالة قياس هذا الدخل الإضافي، والتي تتم على أساس مـا يدفعـه الأفـراد فعـلاً، أو مـا يرغبون في دفعه من أجل الحصول على سلعة ما، وهنا يدخل مبدأ اعتماد السعر كوسيلة ترشيدية موضوعية توازن رغبة المستهلك في دفع مبلغ معين للحصـول علـى سـلعة مـا، بحيث تكون تلك الرغبة في الشراء لدى المستهلك أعظم ما يمكن، حيث أن تسعير بضاعة ما بأقل من سعر السوق، سيؤدي إلى خلق زيـادة في الطلـب، قـد لا تتناسـب والعـرض المتوفر منها، وبالتالي تخلق اختناقات سوقية إلى جانب ميل استهلاكي غير مرغوب يـؤثر سلباً على رغبة المستهلكين، وعدم تمثيل (الرغبة في الدفع) بالشكل السـليم. ويـدخل في هذا المجال أيضاً ما يطلق عليه بمعدل الخصم الاجتماعي، حيث يقـترح بعـض الخـبراء في مجال دراسة الاستثمارات في القطاع العام، استخدام معدل خصـم يعـادل معـدل العائـد الذي يحسب في استثمارات القطاع الخاص، وذلك للتوافق بين عائد الاسـتثمارات لكـل من القطاع الخاص والعام. ولتحقيق المساواة على الأقل في جانب المقارنـة لكـي لا يقـل العائد في استثمار القطاع العام عنه في استثمارات القطاع الخاص، فمـن الممكـن اعتمـاد معدل خصم يمثل متوسطاً مرجحاً لمعدل الخصم في القطاع الخاص والقطـاع العـام وهـو المعدل المقبول لخصم التدفقات السنوية في العائد للقطاع العام، ويمثل أيضاً معدل تكلفـة الأموال في القطاع العام وهذا المعدل يمكن أن يتجاوز الانتقاد الموجه إلى معـدل الخصـم الحسابي في شركات القطاع العام بسبب أنـه في كـثير مـن الحـالات لا يسـتطيع القطـاع الخاص مجاراة القطاع العـام في أنـواع الاسـتثمارات حيـث تعتـبر الكـثير مـن المجـالات الاستثمارية مفتوحة أمام القطاع العام أي أن القطاع الخـاص ليسـت لـه نفـس الفرصـة المتاحة أمام القطاع العام سواء في الشـراء، أو في البيـع، أو في أي مـن مجـالات الأنشـطة الاقتصادية الأخرى، إلى جانب توفر الإمكانيات لدى القطاع العام، والمتمثلـة بالقـدرات المتاحة له من حيث الجهود الضخمة التي تبذل في تخطيط، وتنفيذ ومراقبة الاسـتثمارات. ثم إن تمويل استثمارات القطاع العام تختلف من حيث التعامـل والشـروط مـع الممـولين

(الدولة التي تمول مشاريعها الاستثمارية في الخارج)، كما هي عليه في شروط تمويل استثمارات القطاع الخاص.

- **كبر حجم المشاريع الاستثمارية التي يقوم بها القطاع العام**

يؤثر بشكل أو آخر، في كل من أسعار السوق، وأسعار الفرص البديلة، الأمر الذي لا يصبح كلاهما مناسباً لحسابات العائد، خاصة في المشاريع الضخمة، كمشاريع توليد الطاقات الكهربائية ومشاريع السدود وغيرها.

فعلى سبيل المثال سيؤدى الاستثمار في مشروع للطاقة الكهربائية إلى تحقيق زيادة ٢٠٪ في مجمل الطاقة الكهربائية المتاحة للبلد، سيؤدى إلى تخفيض في سعر الوحدة الكهربائية المستخدمة بمقدار ٤٠٪ إلا أن ذلك بالمقابل سيعمل على رفع الطلب على الطاقات الكهربائية، الأمر الذي سيؤدي إلى استخدام المتاح من الطاقات الكهربائية بالكامل، وعند حساب إجمالي الإيرادات نتيجة لهذا الميل الاستهلاكي الناتج عن الاستثمار وتحديد الأسعار بهذا الشكل، نجد أن إجمالي الإيرادات سينخفض، والمشكلة في هذه الحالة ناتجة من أن سعر الكهرباء الذي تباع به الوحدة الواحدة يبين قيمة الإضافة في الكهرباء إذا أضيف للكمية المعروضة أصلاً من الكهرباء، وواقع الحال أن مشروعاً كهذا لم يضف وحدة واحدة صغيرة، بل أضاف وحدة كبيرة. هذا إلى جانب أن المستهلكين على استعداد لدفع مبلغ يمثل سعراً أعلى من السعر المحدد للوحدة الواحدة من الكهرباء، وأن مقدار الإضافة (الفرق) بين ما يدفع وبين المبلغ الذي يمثل ما يرغب المستهلك بدفعه، سيكون مبلغاً معيناً بين سعر السوق الذي كان سائداً قبل المشروع، وسعر السوق بعد المشروع، وهنا يبرز دور التسعير في توجيه الاستهلاك واستيعاب الاستثمارات.

- إلى جانب التغييرات التي يمكن أن تحدث في مجال أسعار السوق وأسعار الفرص البديلة نتيجة للإنشاءات كبيرة الحجم في القطاع العام، فإن هناك تأثيرات أخرى نتيجة لهذا الحجم يجب أن تؤخذ بنظر الاعتبار، ومن الممكن أن يكون التأثير سلباً أو إيجابا وفق الحالة التي تحيط بالاستثمار المعني. فقد يؤثر الاستثمار الكبير للقطاع العام في مشروع

معين سلباً على البيئة الاجتماعية مثلاً، فإن لم تكن هناك قوانين وإجراءات لحساب هـذا التأثير واستيعابه، فإن الأمر يتطلب ضـرورة القيـام بتلـك الدراسـات لوضـع الضـوابط والنصوص القانونية اللازمة، وإدخالها وفـق الحسـابات الخاصـة بالعائـد والتكلفـة، وفي تلك الحالات على سبيل المثال المشاريع التي ينجم عنها عوارض مثـل الـدخان والأتربـة أو غازات معينة، فـإن ذلـك سـيؤثر وبشـكل مباشـر علـى المـواطنين، فهـم سـيقومون بعمليات معينة تتطلب مصاريف إضافية من أجل استيعاب المتغيرات الجديدة الناجمة عن قيام تلك المشاريع الاستثمارية في منـاطقهم، لـذا وجـب دراسـة تكلفـة تلـك الحـالات والأخذ في الاعتبار حسابات العائد في مجال تقييم الاستثمار ابتداء.

وفي الجانب الآخر هناك مجالات ونتائج ايجابية لبعض المشاريع الاستثمارية العامـة أيضـاً يجب أن تؤخذ بنظر الاعتبار، أي تضاف إلى حساب العائد على الأقل مـن ناحيـة تقيـيم النتائج المتوخاة للمشروع الاستثماري، فمشروع بناء سد معين يمنع حـدوث الفيضـانات من خلال اسـتيعابه للكميـات الكـبيرة مـن الميـاه الـتي تـؤدي إلى حـدوث الفيضـان لـه مردودات يمكن أن تمول وفق حسابات معينة إلى عائد للدولـة تحتسـب في مجـال عائـدات هذا المشروع، إضافة إلى توفيره المياه المطلوبة في المواسم الزراعية، التي تقل فيهـا مناسـيب المياه عن الحدود المطلوبة للزراعة، وهذا جانب أيجابى يجب أن يمول وفق معايير معينة إلى أرقام مناسبة تضاف إلى حسابات العائد لمثل هـذه المشـاريع هـذا إلى جانـب الكـثير مـن الفوائد الايجابية الثانوية للمشاريع الاستثمارية الضخمة للدولـة، والـتي لا تحتسـب، ولا يتم تحويلها إلى أرقام تضاف إلى حسابات العائد المتوقـع للمشـاريع الاسـتثمارية العامـة، وكذلك الحال بالنسبة للجوانب السلبية أيضاً.

الفصل السادس

تقييم الاستثمارات والإنفاق الاستثماري

مقدمة

إن توفر وتنوع الفروض، والبدائل الاستثمارية، وتعددها يؤدي إلى توقع نتائج مختلفة من بديل استثماري لآخر، وفقا لمقدار العائد المتوقع، ودرجة المخاطرة، وعدم التأكد الذي تميطه وترتبط به. وللوصول إلى تحقيق أفضل هدف عائد ممكن من الاستثمارات البديلة والمتوفرة، لابد من الاختيار بين نتائج تلك البدائل للوقوف على البديل الأمثل، والذي يحقق الهدف. ويتم ذلك ابتداءً من عملية تقييم للنتائج المتوقعة والمحتملة لكل بديل أي لكل فرص استثماري متاح، وعلى ضوء درجة تكامل في الاقتصاد القومي إذا كان جزءاً من برنامج خطة استثمارية متكاملة مجزأة إلى برامج استثمارية عدة أو إذا كانت مستقلة أي مشروع استثماري مستقل بذاته.

لابد من تحديد عملية التدفق النقدي، أو العائد المتوقع من الاستثمار قد تفاضل بين طرق متعددة ونختار أيها أنسب، هناك طريقة فترة السداد أي متى يتمكن المشروع من استرجاع المبالغ المستثمرة وهناك طريقة معدل العائد المحاسبي وطريقة صافي القيمة الحالية أما في الإنفاق الاستثماري فالطرق المستخدمة لذلك طريقة التوزيع الاحتمالي، وطريقة شجرة القرارات.

١ . عملية تحديد التدفق النقدي أو العائد المتوقع للاستثمار

أن عملية تحديد التدفق التقدي أي العائد المتوقع لاستثمار ما، مهمة أساسية في اتخاذ قرار استثمار صائب وسليم، وبالنظر إلى اعتبار النقدية مسالة جوهرية لكل قرارات المشروع. لذا، تعتمد عليه كأساس في تحديد العائدات، ومن ثم إجراء عملية المقارنة، ولتوضيح عميلة تحديد العائد، أو التدفق النقدي لعملية استثمارية في شركة ما، نأخذ المثال التالي. نفرض أن الشركة بصدد شراء ماكينة جديدة لتحل محل أخرى قديمة، وتوفر المعلومات التالية:

تكلفة شراء المكنة الجديد ١٨٥٠٠ جنيه

أجور نصب وتركيب المكنة الجديدة ١٥٠٠ جنيه

سعر بيع الماكينة القديمة ٢٠٠٠ جنيه

الوفورات السنوية التي تحققها الماكينة الجديدة في الصيانة وأجور العمال المنتجين= ٧٦٠٠ جنيه ولمدة خمس سنوات

الاندثار(الإهلاك) للمكائن ٢٠٪

ضرائب تستقطع بنسبة ٥٠٪

وللوصل إلى رقم التوقعات النقدية الناتجة من جراء شراء الماكينة الجديدة نتبع التالي:

بيان	حسابات دفترية	حسابات التدفق
الوفورات النقدية السنوية	٧٦٠٠	٧٦٠٠
الاندثار للماكينة الجديد	٤٠٠٠	
يطرح		
الاندثار للماكينة القديمة	(٤٠٠)	
	٣٦٠٠	
الدخل قبل الضريبة	٤٠٠٠	
الضرائب ٥٠٪	٢٠٠٠	
الدخل الإضافي بعد الضريبة	٢٠٠٠	٢٠٠٠
صافي التدفق النقدي السنوي		٥٦٠٠

لمعرفة صافي التدفق النقدي نقوم بطرح التدفق الخارج الخاص بالضرائب من الوفورات النقدية السنوية، وقبل اتخاذ قرار الاستثمار من قبل المستثمر بخصوص فرصة استثمارية معينة، أو الاختيار بين مجموعة فرص استثمارية، لابد من اعتماد طرق ومعايير يمكن من خلالها تقييم النتائج المتوقعة للفرصة. الاستثمارية المتاحة أو لمجموعة الفرص البديلة، ومن **أهم هذه الطرق والمعايير التي تستخدم عملياً على نطاق واسع ما يلي:**

١. طريقة فترة السداد.
٢. طريقة معدل العائد المحاسبي.
٣. طريقة صافي القيمة الحالية.

ألا أن هناك طرقٌ أخرى تمتاز بالدقة من الناحية النظرية، ولكنها غير مستخدمة في الحياة العملية هيكل واسع ومن هذه الطرق:

١. طريقة درجة الضرورة.
٤. طريقة دليل الربحية.
٥. طريقة متوسط الدخل على القيمة الاسمية للاستثمار.
٦. طريقة التدفقات النقدية للجنيه الواحد المستثمر.
٧. معدل العائد الداخلي.

وسنركز هنا على الطرق العملية أي الواسعة الاستخدام في الحياة العملية.

١,١ طريقة فترة السداد

تعتبر طريقة فترة السداد من أكثر الطرق استخداماً لقياس القيمة الاقتصادية لأي مشروع استثماري. وتمثل الفترة الزمنية اللازمة لاسترداد قيمة الأموال المستثمرة في استثمار معين عن طريق احتساب صافي التوقعات النقدية المتحققة جراء الاستثمار، ومن ثم ترتيب نتائج الفرص الاستثمارية المتاحة وفقاً لطول فترة الاسترداد، فالاستثمار الذي يتمتع بفترة استرداد قصيرة، يعني أنه يستطيع أعادة تكلفته بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى، ويوضع بالتالي في أعلى جدول المفاضلة بين الاستثمارات، على أساس فترة الاسترداد. وهكذا كلما قصرت فترة الاسترداد كان الاستثمار المقترح مرغوباً، **ويتم تفضيل البديل الاستثماري القصر فترة الاسترداد من بين المشاريع الاستثمارية المتاحة للأسباب التالية:**

- **قصر الفترة الزمنية لاسترداد الأموال المستثمرة يقلل من التعرض للمخاطرة،** وعدم التأكد، وهذا ما يخدم بشكل خاص الاستثمارات الخارجية أو الأجنبية.
- **قصر الفترة دليل غير مباشر** على ربحية المشروع الاستثماري.
- **قصر الفترة يعني سرعة توفر السيولة النقدية** لأصحاب الاكتفاء، خاصة للمنشآت التي تعاني من مشاكل وتذبذب في السيولة.
- تعتمد طريقة فترة الاسترداد بشكل كبير وواسع لسهولة احتساب وترتيب البدائل الاستثمارية.

إلا أنه في مقابل تلك المزايا، **فأن استخدام طريقة فترة الاسترداد، لا يخلو من العيوب ومنها:**

- **تتجاهل هذه الطريقة التدفقات النقدية**

التي يتم تحقيقها بعد فترة الاسترداد، ولا يخفى ما قد يكون عليه قرار الاستثمار عند احتساب قسم هذه التدفقات، أي لو أن هناك مشروعان للاستثمار كلاهما بفترة استرداد ثلاث سنوات، إلا أن المشروع الثاني يغطي تدفقات نقدية بعد فترة الاسترداد، قيمتها ٢٠٠٠ جنيه، وباستخدام طريقة فترة الاسترداد، فأن هذا المبلغ لا يظهر له تأثير.

- **تتجاهل هذه الطريقة توقيت التدفقات النقدية**

أي مقدار التدفقات التي تصل في كل فترة الاسترداد، فلو كان هناك مشروعين استثماريين كليهما بفترة استرداد ثلاث سنوات، ألا أن الاختلاف في كون الأول يسترد نصف قيمة الاستثمار في السنة الأولى كما في الجدول أدناه:

فترة الاسترداد	الاستثمار الأول	الاستثمار الثاني
السنة الأولى	٤٠٠٠	٢٥٠٠
السنة الثانية	٢٥٠٠	١٥٠٠
السنة الثالثة	١٥٠٠	٤٠٠٠

ففي استخدام طريقة فترة الاسترداد، نلاحظ أن كلا المشروعين متساويان وبالتالي، فأن أثر تحقيق عائد، أو تدفق أكبر في السنة الأولى أو الثانية للاستثمار الأول، لا يؤخذ بنظر الاعتبار في هذه الطريقة.

- **تتجاهل هذه الطريقة أيضا مقدار العائد، أي الربح المتحقق**

من جراء الاستثمار، والذي يمثل أحد الأهداف الأساسية في اتخاذ قرار الاستثمار، فلو كان لدينا استثمار في شراء آلة جديدة بتكلفة ٥٠٠٠ جنيه، والعائد المتوقع تحقيقه ٢٥٠ جنيه سنوياً، والعمر الإنتاجي للماكينة أربع سنوات. فباستخدام طريقة فترة الاسترداد يتضح أن الماكينة سترد قيمتها في أربع سنوات وتنتهي دون تحقيق أي ربح، وبالتالي فإن قرار الاستثمار هذا لا يكون مجدياً أو مربحاً.

- تتجاهل هذه الطريقة مبدأ مهماً يرتكز على أن بعض قرارات الاستثمار قد تكون ذات فترة استرداد طويلة، إلا أنها مهمة في جانب تنمية وتطوير المشاريع الاقتصادية الموجودة أصلاً، بالإضافة إلى ضرورتها القومية والاجتماعية، وحتى على الصعيد الاستراتيجي للبلد، وباستخدام طريقة فترة السداد. فان مثل هذه المشاريع الاستثمارية تفقد قيمتها الاقتصادية بسب وقوعها في أسفل جدول تقييم المشاريع الاستثمارية، على أساس فترة الاسترداد **بعد توضيح فوائد طريقة الاسترداد وبعض الانتقادات الموجهة لها**، نفترض المثال التالي لتوضيح هذه الطريقة:

تتوفر لدينا البيانات التالية على أربعة مشاريع هي أ- ب – ج – د، حيث إن تكلفة الاستثمار في كل منها تبلغ ١٠٠٠,٠٠٠ جنيه، وأن التدفقات النقدية الصافية المتوقعة كالآتي:

السنة	١٩٨٤	١٩٨٥	١٩٨٦	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩	١٩٩٠	المجموع
الاستثمار	بالألف	بالألف	بالألف	بالألف	بالألف	بالألف	بالألف	بالألف
أ	٣٠	٢٠	٥٠	١٠	٢٠	صفر	صفر	١٣٠
ب	٣٠	٢٠	٣٠	٢٠	٣٠	٥٠	٣٠	٢١٠
ج	٣٠	٣٠	٣٠	٣٠	٣٠	٣٠	٣٠	٢١٠
د	٣٠	١٠	١٠	١٠	٣٠	٥٠	٥٠	٢٠٠

ففي حالة تساوي التدفقات النقدية المتوقعة، فأن فترة الاسترداد تستخرج بالمعادلة التالية

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{\text{تكلفة الاستثمار}}{\text{صافي التدفق النقدي السنوي}}$$

أما في حالة عدم تساوي صافي التدفق النقدي السنوي، يتم جمع صافي التدفقات النقدية سنة بعد أخري، حتى يصبح مجموع تلك التدفقات النقدية مساوياً لتكلفة الاستثمار.
وعليه يمكن ترتيب فترة الاستثمارات أعلاه اعتماداً على فترة الاسترداد بالشكل التالي:

الاستثمار	فترة الاسترداد	الترتيب
أ	٣	١
ب	٤	٢
ج	٣,٣	٣
د	٥	٤

ويتم احتسابها بالشكل التالي:

فترة استرداد الاستثمار (أ) = المدة التي يتم استرجاع تكلفةالاستثمار خلالها

= ٣٠+٢٠+٥٠= ١٠٠,٠٠٠ جني

= ثلاث سنوات

فترة استرداد الاستثمار (ب) = ٣٠+٢٠+٣٠+٢٠ = ١٠٠,٠٠٠ جنيه

= أربع سنوات

فترة استرداد الاستثمار (ج) = ١٠٠,٠٠٠ جنيه

= ٣,٣ (لتساوي مقدار التدفقات)

فترة استرداد الاستثمار (د) = ٣٠+١٠+١٠+٢٠+٣٠ = ١٠٠,٠٠٠

= خمس سنوات

وبذا يكون الاستثمار (أ) الأوفر حظاً بهذه الطريقة، ثم يليه الاستثمار (ج) فالاستثمار (ب)، وأخيرا الاستثمار (د)، في حالة تساوي مقدار المخاطرة، وعدم التأكد التي يتعرض لها كل استثمار.

لنفترض توفُّر البيانات التالية لأربعة مشاريع استثمارية مقترحة بغرض وقوعها تحت ظروف مخاطرة وعدم تأكد واحدة. المطلوب توجيه قرار الاستثمار بترتيب الاستثمارات أدناه وفق مدة استرداد التكلفة.

الاستثمار	التكلفة	صافي التدفقات النقدية		
		السنة الأولى	السنة الثانية	السنة الثالثة
أ	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	صفر	صفر
ب	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١١٠٠	صفر
ج	١٠٠٠٠	٤٢٦٢	٧٢٦٢	١٥٦٢
د	١٠٠٠٠	٤٥٦٢	٦٢٦٢	٥٥٦٢

وباستخدام طريقة فترة الاسترداد، يصبح ترتيب الاستثمارات بالشكل التالي:

الاستثمار	فترة الاسترداد	الترتيب
أ	١	١
ب	١	٢
ج	١,٧	٣
د	١,٨	٤

تم احتساب فترة الاسترداد لكل من الاستثمارين (ج)، (د) على الشكل التالي:

الاستثمار (ج) = ١٠٠٠٠ – ٤٢٦٠ = ٥٧٣٨

٥٧٣٨ ÷ ٧١٦٢ = ٥٤٣٨

الاستثمار (د) = ١٠٠٠٠ – ٤٦٦٢ = ٥٤٣٨

= ٥٤٣٨ ÷ ٦٢٦٢ = ٠,٨

يتضح من الجدول أن كلاً من الاستثمارين أ ، ب متساويا في الأهمية من حيث فترة الاسترداد

٢.١ طريقة معدل العائد المحاسبي

يمثل معدل العائد المحاسبي نسبة متوسط صافي الربح السنوي (بعد الضريبة) على متوسط قيمة الاستثمار. أي أنها تعتمد على البيانات المحاسبية المتوفرة عن كل الفوائد المتوقعة التحقق، وتلك الاستثمارات المقترحة، ويتم احتساب متوسط صافي الربح بعد الضريبة بقسمة المجموع الكلي للتدفقات النقدية خلال العمر الإنتاجي للاستثمار المعني على عدد سنوات العمر الإنتاجي أو الافتراضي لمشروع الاستثمار. وتعتمد النتائج كنسبة مئوية لسهولة التمييز والمقارنة، وتعتمد هذه الطريقة من أجل تقييم وترتيب نتائج الاستثمارات البديلة المتاحة، ومن ثم تتم المقارنة بين الحد الأدنى لمتوسط العائد الذي

يقبل به المستثمر ومتوسط العائد المحاسبي المتوقع لكل فرصة، أو بـديل اسـتثماري متـاح، وهكذا تقبل البدائل الاستثمارية التي تقع ضمن اختيارات المستثمر، عندما يكون متوسط العائد المحاسبي لها اكبر من الحد الأدنى لمتوسط العائد الذي يقبل به المستثمر وتمتـاز هـذه الطريقة – بشكل عـام بالبسـاطة والسـهولة، والقبـول مـن قبـل المحاسـبين أيضـا، ومـن الانتقادات التي توجه لهذه الطريقة:

أ. تتجاهل طريقة معدل العائد المحاسبي سلوك العائد المتوقع خلال فترة الحياة الإنتاجية للاستثمار المعني، فلو فرضنا أن هناك نوعان مـن الاسـتثمارات البديلـة (أ)– (ب)، وكليهما يحقق أرباحاً وفق التوزيع التالي:

الاستثمار	السنة					النفقات الاستثمارية
	الأولى	الثانية	الثالثة	الرابعة	الخامسة	
أ	٢٠٠٠	٣٠٠ ٠	٢٥٠٠	صفر	صفر	٦٠٠٠
ب	٣٠٠٠	١٠٠ ٠	٢٠٠٠	٢٥٠٠	٤٠٠٠	٦٠٠٠

وعلى ضوء طريقة معدل العائد المحاسبي فإن: ٢٥٠٠٠

معدل الربح السنوي للاستثمار (أ) =٢٠٠٠+٣٠٠٠+ = 3000

متوسط الإنفاق الاستثماري = ٦٠٠٠ / ٢ =

متوسط معدل الفائدة المحاسبي للاستثمار(أ)= ٢٥٠٠×١٠٠% / ٣٠٠٠ = %٨٣.٣

معدل الربح السنوي للاستثمار (ب)= ٣٠٠٠+١٠٠٠+٢٠٠٠+٢٥٠+٤٠٠٠ / ٣٠٠٠

٦٠٠٠ ٥

٢

متوسط الإنفاق الاستثماري = =

٨٣.٣ %١٠٠× ٢٥٠٠ / ٣٠٠٠

متوسط معدل الفائدة المحاسبية للاستثمار ب = =

وبالرغم من تساوي متوسط معدل العائد للاستثمارين من خلال استخدام طريقة معدل العائد المحاسبي، إلا أن البديل الاستثماري (ب) له عمر إنتاجي أطول بالإضافة إلى إجمالي ربح متحقق على طول العمر الإنتاجي أكبر، وهذا ما تجاهلته هذه الطريقة.

ب. تتجاهل هذه الطريقة أيضاً القيمة الزمنية للنقود، ولا يخفى ما لهذه القيمة من أثر في كثير من القرارات المالية، خاصة تلك التي تتعلق بالاستثمارات طويلة الأمد.

ج. تتجاهل طريقة متوسط العائد المحاسبي صافي التدفق النقدي عند تقييم نتائج البدائل الاستثمارية المتاحة، وذلك لاعتمادها على صافي الربح المحاسبي، في حين أن صافي التدفق النقدي يعتبرالأكثر أهمية في اتخاذ قرارات الاستثمار والتوسع، إذ قد يختلف كلا الرقمين زيادة أو نقصاً وفق السياسات المالية، أو الاقتصادية المتعلقة بطبيعة النشاط بشكل عام. الأمر الذي يؤدي إلى حدوث اختلاف بين رقمي صافي التدفق النقدي، وصافي الربح المحاسبي.

مثال آخر، لمعرفة أي البديلين الاستثماريين التاليين أفضل باستخدام طريقة متوسط معدل العائد المحاسبي عند توفر البيانات التالية عن كل منها، نتبع الخطوات الموضحة أدناه:

البيان	الاستثمار الأول القيمة بالألف دينار	الاستثمار الثاني القيمة بالألف دينار
متوسط الربح المحاسبي السنوي	٨٠	٩٦
أقساط الاندثار (الإهلاك)	٤٨	٤٠
تكلفة الموجودات	٣٢٠	٤٠٠
رأس المال العامل	٨٠	١٦٠
قيمة الاسكراب	١١٢	١٦٠
معدل الضريبة	١٥٪	١٥٪
الحد الأدنى لمتوسط العائد الذي يقبل به	–	–
المستثمر لكل استثمار	٩٪	٩٪

متوسط العائد المحاسبي = متوسط الربح الصافي السنوي / متوسط النفقات الاستثمارية

صافي الربح المحاسبي = الربح الإجمالي – أقساط الاندثار

الربح السنوي بعد الضريبة = صافي الربح – مقدار الضريبة

متوسط الإنفاق الاستثماري =

(تكلفة الموجودات + رأس المال العامل + قيمة السكراب) / ٢

إذن متوسط الربح السنوي للاستثمار الأول = ٨٠ – ٤٨ = ٣٢ ديناراً

الربح السنوي بعد الضريبة = ٣٢ – ٣٢ × ١٥٪

= ٣٢ – ٤٨ = ٢٧,٢

متوسط الإنفاق الاستثماري للاستثمار الأول = $\frac{320+80+112}{2}$ = ٢٥٦

إذن متوسط معدل العائد المحاسبي للاستثمار الأول= $\frac{27.2 \times 100\%}{256}$ =١٠,٦٪

الاستثمار الثاني:

متوسط الربح السنوي = ٩٦ – ٤٠ = ٥٦

الربح السنوي بعد الضريبة = ٥٦ – ٥٦×١٥٪

= ٥٦ – ٨,٤ = ٤٧,٦

متوسط الإنفاق الاستثماري للاستثمار الثاني= $\frac{40 + 160 + 160}{2}$ =٣٦٠

إذن متوسط معدل العائد المحاسبي للاستثمار الثاني =

$\frac{47.6}{360} \times 100\%$ = ١٣,٢٪

من الأرقام الواردة أعلاه، يتضح أن كلا الاستثمارين الأول والثاني مقبولٌ من قبل المستثمر، ذلك لأن معدل العائد المحاسبي لكليهما أكبر من معدل العائد المقبول من قبل المستثمر، ويبقى القرار هنا للمفاضلة.

١ ,٣ طريقة صافي القيمة الحالية

يعرف صافي القيمة الحالية بأنه الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة لاستثمار من والقيمة الحالية لتكلفة الاستثمار، فإذا كان الفرق موجباً، فأن العائد المتوقع يكون أكبر من معدل الخصم المتمثل بالتكلفة التقديرية للأموال المستثمرة، أي أن هناك فوائد نقدية صافية ستتحقق بالاستثمار في هذا البديل. وإذا كان الفرق سالبا فأن ذلك يعني أن العائد المتوقع أقل من معدل الخصم المحدد، وبالتالي فإن الاستثمار في هذا البديل يحقق خسارة على مدى معين.

وهذه الطريقة تتجاوز مشكلة التوقيت بالنسبة للتدفقات النقدية، فهي تأخذ بنظر الاعتبار القيمة الحالية للدينار، وذلك لأن قيمة الدينار في الوقت الحاضر هي أكبر من قيمة العام القادم، هي أفضل من قيمته بعد سنتين مثلاً وهكذا ولتوضيح ذلك ببساطة على سبيل المثال نفترض أن شخصاً ما وضع ديناراً واحداً في الصرف، فإنه بعد مدة معينة، وأياً كانت هذه المدة من السنين، سيحصل على ما قيمته ديناراً مضافاً إليه مبلغاً معيناً يمثل الفائدة التي حصل عليها جراء إيداعه ديناراً واحداً لتلك المدة، أي أن قيمة الدينار الحالية، وكان لخصم بمعدل معين، هذا المعدل يطلق عليه (معامل القيمة الحالية).

ونستخرج القيمة الحالية لمبلغ معين بالمعادلة التالية:

القيمة الحالية تساوي = قيمة المبلغ × في معامل القيمة الحالية

$$\text{معامل القيمة الحالية} = \frac{١}{(١ + \text{ف})^{\text{ن}}}$$

حيث ف = سعر الفائدة

ن = عدد سنين الاستثمار

هذا، ويتم احتساب القيمة الحالية للمبلغ استثماري وفق الخطوات التالية:

١. اختيار معدل خصم مناسب للتدفقات النقدية المتوقعة من خلال احتساب متوسطة تكلفة الأموال المرجحة في الهيكل التمويلي المقترح.
٢. احتساب معامل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة بالاستعانة بجداول القيمة الحالية (الموضحة في نهاية الكتاب)، وتتضمن استخراج القيمة الحالية للدينار الواحد في نهاية كل سنة من سنين العمر الافتراضي، أو الإنتاجي للاستثمار المعني، باستخدام جدول القيمة الحالية، وعنده معدل خصم يساوي متوسط تكلفة الأموال.
٣. احتساب صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة لكل بديل استثماري من البدائل المتوفرة بطرح تكلفة الاستثمار (القيمة الحالية للاستثمار)، من القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة لكل بديل استثماري، وفق المعادلة التالية:

صافي القيمة الحالية = ق ح – ث

$$ق ح = \frac{ق^{1}}{(1} + \frac{ص^{2}}{(1+د)^{2}}$$

$$مجـ^{ن}_{ر=1} = \frac{ق^{ن}}{(1+د)^{ن}}$$

حيث ق ح = القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة.

ث = مقدار (تكلفة) الأسعار.

$ق^{1}$ ، $ق^{2}$... $ق^{ن}$ صافي التدفقات النقدية السنوية المتوقعة.

د = معدل الخصم الذي يساوي متوسط تكلفة الأموال.

فإذا كانت نتيجة المعادلة موجبة يتم قبول البديل الاستثماري هذا، أو يقع ضمن جدول البدائل للاختيار في حالة توفر عدد من البدائل الاستثمارية، وإذا كان سالباً يرفض الاستثمار في هذا البديل. وبالنظر إلى التأثير الذي قد تحدثه الطبيعة التركيبية لهيكل التمويل، يقترح البعض الاعتماد على ما يسمى بصافي القيمة الحالية المعدل، من خلال ترتيب البدائل الاستثمارية بالشكل الذي يعكس أثر الهيكل التمويلي على قرار الاستثمار، ويحسب صافي القيمة الحالية المعدل من خلال المعادلة التالية:

صافي القيمة الحالية المعدل = $ص^{ق+ق}$

$$مجـ^{ن}_{رق=1} \frac{ق ر}{(1+د)ر}$$

حيث ص ق = صافي القيمة الحالية المعدل

ق = القيمة الحالية للتدفقات النقدية

ق ر = صافي التدفقات النقدية السنوية المترتبة على ضوء قرار التمويل

حيث يظهر هنا أثر الهيكل التمويلي المعدل لذلك البديل الاستثماري.

وندرج أدناه مجموعة من الأمثلة المختلفة **لتوضيح استخدام هذه الطريقة**:

نفرض أن شخصاً وضع مبلغ ١٠٠ دينار في البنك بفائدة ٦٪ ولمدة خمس سنوات، فإن مقدار ما سيحصل عليه بعد كل سنة يساوي:

السنة	**المبلغ**	**الفائدة**	**المبلغ**
بداية السنة		**نهاية السنة**	
١	١٠٠	٦	١٠٦
٢	١٠٦	(١٠٦×٦٪)=٦,٣٦	١١٢,٣٦
٣	١١٢,٣٦	(١١٢,٣٦×٦٪)=٦,٧٤	١١٩,١٠
٤	١١٩,١٠	(١١٩,١٠×٦٪)=٧,٠٣	١٢٦,١٣
	١٢٦,١٣	(١٢٦,١٣×٦٪)=٧,٥٧	١٣٣,٧٠

يتضح من الجدول أن قيمة الـ ١٠٠ دينار بعد مرور ٥ سنوات وبفائدة ٦٪ تساوي ١٣٣,٧٠، وهذا يعني أنه لو كان الربح المتوقع لمشروع ما ١٠٠ دينار الآن، فإنه يساوي ما مقداره ١٣٣,٧٠ دينار بعد ٥ سنوات، فإنه لا فرق بين الخيارين إذ إن الـ ١٠٠ دينار اليوم تساوي ١٣٣,٧٠ بعد خمس سنوات.

كذلك الحال، حيث يتم احتساب العكس، أي لو أتيحت لك فرصة الاختيار بين استثمارين الأول هو حصولك على مبلغ ١٠٠ دينار، والآخر حصولك على ١٣٣,٧٠ دينار بعد خمس سنوات، وبمعدل فائدة مقبولة ٦٪ فتكون المفاضلة على الشكل التالي بطريقة صافي القيمة الحالية:

صافي القيمة الحالية لمبلغ١٣٣,٧٠ دينار = المبلغ × معامل القيمة الحالية

حيث يستخرج معامل القيمة الحالية بدينار من الجدول ويكون:

معامل القيمة الحالية = ١٣٣,٧٠ × ٠,٧٨٤ = ١٠٠ دينار

أي أنه لا يوجد فرق بين استلامك الآن مبلغاً قدره ١٠٠ دينار، أو استلامك بعد خمس سنوات مبلغ قدره ١٣٣,٧٠ دينار سعر فائدة مقبولة مقدارها ٦٪.

لنفرض أن شركة أحمد الصناعية توفر لديها بديلان الأول: إنتاج مواد تجميل نسائية، والآخر إنتاج نوع من العطور، وكانت الكلفة الاستثمارية لكل بديل ٧٢، ٨٠ ألف دينار على التوالي، وقد قدر العمر الإنتاجي لكل منهما بأربع سنوات، ومتوسط تكلفة الأموال المرجحة للهيكل التمويلي الملائم لكل منهما ١٠٪، وكان جدول التدفقات النقدية المتوقعة على الشكل التالي:

السنة	الاستثمار الأول	الاستثمار الثاني
	بالألف	بالألف
١	١٦	٢٤
٢	٢٤	٢٣
٣	٢٤	٣٢
٤	٣٢	٤٠

المطلوب معرفة أي البديلين يتم اختياره بالمفاضلة، وباستخدام طريقة صافي القيمة الحالية:

يتم استخراج معامل القيمة الحالية لمعدل خصم مقداره ١٠٪ ولمدة أربع سنوات على الشكل التالي:

معامل القيمة الحالية $= \frac{1}{(1+10\%)^{1}} + \frac{1}{(1+10\%)^{2}} + \frac{1}{(1+10\%)^{3}} + \frac{1}{(1+10\%)^{4}}$

= ٠,٩٠٩ +٠,٨٢٦+٠,٧٥١+٠,٦٨٣

أو باستخدام جداول القيمة الحالية مباشرة.

إذن القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية لكل من الاستثماريين يساوي:

الاستثمار الأول = ١٦× ٠,٩٠٩ + ٢٤ × ٠,٨٢٦ + ٢٤× ٠,٧٥١ + ٣٢× ٠,٦٨٣

= ٧٤,٢٤٨ ألف دينار

أي أن صافي القيمة الحالية للاستثمار الأول = ق ح – ق

= ٧٤,٢٤٨–٧٢,٠٠٠=٢,٢٤٨دينار

وبما أن النتيجة موجبة، فإن الاستثمار الأول يعتبر مقبولاً من الناحية الاقتصادية.

الاستثمار الثاني = ٢٤×٠,٩٠٩ + ٢٤× ٠,٨٢٦ +٣٢×٠,٧٥١ +٤٠ × ٠,٦٨٣

= ٢١,٨١٦+١٩,٨٢٤+٢٤,٠٣٢ +٢٧,٣٢٠

= ٩٢,٩٩٢ ألف دينار

أي أن صافي القيمة الحالية للاستثمار الثاني = ق ح – ث

=٩٢,٩٩٢–٨٠,٠٠٠

= ١٢,٩٩٢ دينار

وبما أن النتيجة موجبة، فأن الاستثمار الثاني يعتبر مقبولاً من الناحية الاقتصادية أيضا، إلى وعليه يتم اختيار البديل الذي يتمتع بصافي قيمة موجبة أكبر، أي الاستثمار الثاني في مثالنا أعلاه، وذلك لأن الاستثمارين متعارضان ولكل منهما اتجاهه الاقتصادي. لنفرض أن شركة ما أريد بيعها، وكانت تحقق الإيرادات التالية ٣٦٠٠دينار السنة الأولى، ٤٨٠٠ دينار السنة الثانية، ٢٤٠٠ دينار للسنوات الثالثة والرابعة والخامسة والسادسة. ولنفرض أن معدل الفائدة المقبول لمثل هذا النوع من النشاط والتعامل الاقتصادي ٤٪، فما المبلغ الأنسب لشراء هذا المشروع ؟

لاستخراج حدود السعر الممكن شراء مثل هذا المشروع بموجبه، نستعمل طريقة صافي القيمة الحالية لاستخراج صافي القيمة الحالية لمجموع الإيرادات المتوقعة التحقق أولاً وبالشكل التالي:

السنة	الإيرادات المتوقع	معامل القيمة الحالية	صافي القيمة الحالية
١	٣٦٠٠	٠,٩٣٥	٢٨٠٥
٢	٤٨٠٠	٠,٨٧٣	٤١٩٠,٤
٣	٢٤٠٠	٠,٨١٦	١٩٥٨,٤
٤	٢٤٠٠	٠,٧٦٣	١٨٣١,٢
٥	٢٤٠٠	٠,٧١٣	١٧١١,٢
٦	٢٤٠٠	٠,٦٦٦	١٥٩٨,٤
المجموع	١٨٠٠٠		١٤٠٩٤,٦

إذن مبلغ الشراء المناسب يجب أن لا يزيد في كل الأحوال على مبلغ ١٤٠٩٤,٦ وذلك لأن هذا الرقم يمثل القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية المتوقعة للمشروع على مدى سنين الإنتاج المفترضة، وعليه كلما كبر الرقم الذي يمثل الفارق بين المبلغ الموضوع في الشراء عن صافي القيمة الحالية المستخرجة للتدفقات النقدية المتوقعة للشركة –وفق سعر الفائدة المقبول– كانت عملية الشراء أكبر ربحاً، فلو فرضنا أن المبلغ المطلوب للشراء كان ١٠,٠٠٠ دينار، فإن صافي القيمة الحالية المتوقعة كفائض أو ربح =

القيمة الحالية للتدفقات – التكلفة المبدئية

= ١٤٠٩,٦ – ١٠,٠٠٠ = ٤٠٩٤,٦ دينار

وكلما كبر هذا الرقم كبرت الربحية

لنفرض أن هناك مشروعان معروضان للبيع بنفس التكلفة (١٤٣٠٠)دينار، وكانت التدفقات النقدية السنوية المتوقعة لكل منها على الشكل التالي:

المشروع أ: ٦٠٥٠،٤٥١٠،٣٤١٠،٧٩٢٠

المشروع ب: ١١٠٠٠،١٣٢٠،٢٨٥٠،٤٩٥٠،٦٠٥٠،٦٦٠٠

وأن معدل الفائدة المقبول ١٠٪

المطلوب معرفة أي المشروعين أكثر ربحية من الأخرى لإتمام عملية الشراء.

نستخرج القيمة الحالية لكل من المشروعين بعد معرفة صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية السنوية المتوقعة لكليهما وعلى النحو التالي:

السنة	التدفقات النقدية	التدفقات النقدية	معامل	القيمة الحالية	القيمة الحالية
	للمشروع أ	للمشروع ب	القيمة الحالية	التدفقات النقدية أ	التدفقات النقدية ب
١	٦٠٥٠	١١٠٠	٠,٩٠٩	٥٤٩٩,٤٥	٩٩٩,٩
٢	٤٥١٠	١٣٢٠	٠,٨٢٦	٣٧٢٥,٢٦	١٠٩٠,٣٩
٣	٣٤١٠	٣٨٥٠	٠,٧٥١	٢٥٦٠,٩١	٢٨٩١,٣٥
٤	٧٩٢٠	٤٩٥٠	٠,٦٨٣	٥٤٠٩,٣٦	٣٣٨٠,٨٥
٥	----	٦٠٥٠	٠,٦٢١	------	٣٧٥٧,٠٥
٦	----	٦٦٠٠	٠,٥٦٤	------	٣٧٢٢,٤٠
المجموع	٢١٨٩٠	٢٣٨٧٠		١٧١٩٤,٩٨	١٥٨٤١,٨٤

وكلما كان صافي القيمة الحالية = ص ف – ث

إذن صافي القيمة الحالية للمشروع أ =

١٧١٩٤,٩٨-١٤٣٠٠ = ٢٨٩٤,٩٨دينار

صافي القيمة الحالية للمشروع ب =

١٥٨٤١,٨٧- ١٤٣٠٠ = ١٥٤١,٨٧دينار

أن ذلك يعني أن صافي القيمة الحالية للمشروع أ، أكبر من صافي القيمة الحالية للمنشأة ب وعليه، سيكون قرار الشراء لاتجاه المشروع (أ)، ذلك أنه كلما أكبر الفرق بين صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة عن التكلفة المبدئية كانت الربحية أكبر، أي أن القرار الاستثماري يكون باتجاه المشروع ذي صافي القيمة الحالية الأكبر.

٢. مفهوم الإنفاق الاستثماري

عند تقييم مقترحات الإنفاق الاستثماري، يجب أن نأخذ بنظر الاعتبار عنصر المخاطرة، ومعرفة أثر هذا العنصر في عملية التقسيم، ذلك لأن افتراض التأكد من حدوث التدفقات النقدية السنوية وقيمتها أمر غير واقعي، مما يؤدي إلى عدم الوضوح في النتائج القيمية باعتبار أن القيم غير صحيحة.

والمخاطرة لأي أصل من الأصول، هي درجة الاختلافات المتوقعة في مقدار العائد من ذلك الموجود، أي أن زيادة ونقص درجة الاختلافات المتوقعة، يؤدي إلى تحدد حجم المخاطرة لذا فإنها ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالتغيير في العائد. أي كلما زاد التغير في مقدار النفقات النقدية المتوقعة، زادت المخاطرة. وبالنظر لارتباط قرار الإنفاق الاستثماري، أي قرار الاستثمار بالمستقبل المملوء بالمتغيرات والأحداث التي يصعب التوقع بها لذا وجب تقييم هذا القرار بالشكل الذي ينسجم وحجم تلك المخاطرة.

هذا إلى جانب عامل عدم التأكد، ذلك لأن ظروف عدم التأكد تتضمن بالضرورة وجود عنصر المخاطرة، إلا أن وجود عنصر المخاطرة في تقدير العائد لا يعني بالضرورة توفر ظروف عدم التأكد، وتكون المخاطرة على شكلين الأول يسمى المخاطرة العامة التي تقع خارج نطاق سيطرة المشروع، وبالتالي فلا تستطيع التخلص منها فهي تواجه البيئة العامة التي تتواجد بها المشروع المعنية. أما الثاني فيسمى المخاطرة الخاصة والتي تدخل في نطاق سيطرة المشروع، ويستطيع المشروع التخلص منها، وقد شغل هذا الموضوع حيزاً كبيراً من اهتمام الباحثين والتخصصيين في الدراسات المالية ودراسات الجدوى، إلى جانب ذلك وجدت العديد من الطرق والأساليب التي تستخدم لمواجهة

عام المخاطرة، وعدم التأكد الذي يؤثر في تقدير صافي العائد المتوقع لأي فرصة استثمارية متاحة، ومن هذه الطرق والأساليب، ما يلي:

١,٢ طريقة التوزيع الاحتمالي

بناء على هذه الطريقة يتم تقـدير النتـائج المتوقعـة للاسـتثمار في ضـوء الاخـتلاف المتوقع في الظروف الاقتصادية، ويتم قياس هذه التوقعات بناء على توزيع احتمالي يأخذ ثلاثة ظروف، الأول تقدير متفائل والثاني تقدير متشائم والثالث التقدير الأكثر احتمـالاً. وتنسجم هذه التقديرات مع الوضع الاقتصادي من حيث الازدهار والانكمـاش، وبقـاء الوضع على ما هو عليه.

وتميل القيمة المتوقعة لصافي التدفق النقدي لفرص استثمارية ما بمجموع حاصـل ضرب صافي التدفق النقـدي لكـل فرصـة اسـتثمارية في احتمـالات تحققهـا في كـل مـن ظروف التشاؤم والتفاؤل وتأخذ المعادلة الشكل التالي:

ت ص = ص ح أ + ص ح ب

حيث إن:

ت ص = القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية المعدل.

ص (الأولى) = صافي القيمة الحالية في ظروف التفاؤل.

ح أ = احتمال ظروف التفاؤل.

ص (الثانية) صافي القيمة الحالية في ظروف التشاؤم.

ح ب = احتمال تحقق ظروف التشاؤم.

وكلما ارتفعت القيمـة المتوقعـة الموجبـة لصـافي القيمـة الحاليـة المعدلـة لعـرض استثماري ما، ارتفعت تلك الفرصة ضمن اختيارات المستثمر، والعكس صحيح. ولبيـان الاستخدام العملي لهذه الطريقة، نفترض البيانات التالية لاسـتثمار لـه بـديلان، وتتـوزع التوقعات وفق الظروف المشار إليها بالشكل التالي:

جدول ٤

بيانات بدائل استثمارية وفق ظروف اقتصادية مختلفة

بيان	البديل الأول	احتمالية التحقق	البديل الثاني	احتمالية التحقق
ظروف التفاؤل	٤٠	٤٠٪	٦٠	٥٠٪
ظروف التشاؤم	١٠	٣٠٪	٦	٢٠٪
الظروف الأكثر حدوثاً	٣٠	٣٠٪	٣٠	٣٠٪
تكلفة الاستثمار	١٠		١٠٪	
تكلفة الأموال	١٠٪		١٠٪	
العمر الإنتاجي المتوقع	سنة واحدة		سنة واحدة	

وفي ظل البيانات المتوفرة، يتم حساب صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية لكل بديل، وفي كل ظرف من الظروف الممكنة:

صافي القيمة الحالية في الظروف المقائلة للبديل الأول:

٤٠×(١)٠,٩٠٩ = ٣٦,٣٦

٣٦,٣٦- ١٠ =٢٦,٣٦

صافي القيمة الحالية في الظروف المتشائمة للبديل الأول:

١٠×٠,٩٠٩=٩,٠٩

٩,٩٠ -١٠ ٠,٩١

صافي القيمة الحالية في الظروف الأكثر حدوثاً للبديل الأول

= ٣٠×٠,٩٠٩ = ٢٧,٢٧

= ٢٧,٢٧ -١٠ = ١٧,٢٧

صافي القيمة الحالية في الظروف المتفائلة للبديل الثاني

= ٦٠×٠,٩٠٩ = ٥٤,٥٤

= ٥٤,٥٤ -١٠ ٤٤,٥٤

صافي القيمة الحالية في الظروف المتشائمة للبديل الثاني

= ٦×٠,٩٠٩ = ٥,٤٥

= ٥,٤٥ -١٠ ٤,٥٥

صافي القيمة الحالية في الظروف الأكثر حدوثاً للبديل الثاني

= ٣٠×٠,٩٠٩ = ٢٧,٢٧

=٢٧,٢٧ -١٠ = ١٧,٢٧

ويتم احتساب القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية لكل بديل من البدائل حيث تساوي

للبديل الأول:

= ٢٦,٣٦×٤٠٪ + (-١,٠×٣٠٪)+١٧,٢٧ ×٣٠٪

= ١٠,٥٤ − ٠٢٧ +٥,١٨ = ١٥,٤٥

للبديل الثاني

= ٤٤,٥٤ × ٥٠٪ + (-٤,٥٥×٢٠٪) +١٧,٢٧×٣٠٪

= ٢٢,٢٧- ٠,٩١+٥,١٨ = ٢٦,٥٤

على ضوء النتائج أعلاه يتضح أن البديلين مقبولان اقتصادياً، وذلك لأن القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية لكليهما موجبة، لذا فإن قرار الاستثمار من قبل المستثمرين صائب في أي البديلين، فإذا كان القرار باتجاه الاستثمار في البديل الأول فإن هذا يعني عائداً أقل، إلا أنه يتضمن في نفس الوقت مخاطرة أقل، بينما إذا كان القرار باتجاه الاستثمار في البديل الثاني فأن ذلك يعني عائداً أعلى، إلا أنه يتضمن مخاطرة أعلى وبذا فأن القرار سيعتمد على سلوك المستثمر إذا كان يميل إلى المخاطرة أو يتجنبها.

لنفرض أن هناك مشروع استثمار بمبلغ ١٠٠٠ دينار، ووجد بديلان للاستثمار، وكانت التدفقات النقدية المتوقعة من كل منهما ٥٠٠ دينار سنوياً لمدة ثلاث سنوات وكان معدل الخصم ١٠٪ وفق الجدول التالي.

بيان البديل الأول البديل الثاني القيمة المحتملة القيمة المحتملة
(٢) (٢) للتدفقات النقدية للتدفقات النقدية
البديل الأول(٣) البديل الثاني (٤)

حالة التشاؤم ٤٠٠ ٢٠٪ صفر٢٠٪ ٨٠ صفر

حالة التفاؤل ٦٠٠ ٢٠٪ ١٠٠٠ ٢٠٪ ١٢٠ ٢٠٠

الحالة الأكثر حدوثاً ٥٠٠ ٦٠٪ ٥٠٠ ٦٠٪ ٣٠٠ ٣٠٠

==== =====

٥٠٠ ٥٠٠

حيث يتم استخراج القيمة المحتملة للتدفقات النقدية بحاصل ضرب القيمة الحلية في نسبة توقع الحدوث لكل حالة من حالات الوضع الاقتصادي، وبالإمكان تحويل الأرقام الواردة في الجدول إلى شكل رسوم بيانية، تأخذ فيه التدفقات النقدية المتوقعة الاتجاه السيني، وتكون نسبة احتمال تحقيق حدوث هذه التدفقات الاتجاه الصادي، كما في أدناه:

شكل (١ , ٤) يوضح التدفقات النقدية السنوية واحتمالية الحدوث.

وعلى ضوء نتيجة المنحنى الوارد في الرسم البياني نستطيع تحديد درجة المخاطرة أيضا إذ يتضح أنه كلما كانت المسافة بين أول نقطة للمنحنى وآخر نقطة فيه واسعة ومتباعدة، كبرت نسبة المخاطرة، وكلما قلت أو صغرت المسافة بينهما، قلت نسبة المخاطرة. وبالتالي يمكن على ضوء ذلك المفاضلة بين البدائل خاصة وعندما تكون نتائج العائد المتوقع الحدوث موجبة ومشجعة لكل البدائل، الممكنة للاستثمار إذا يمكن الرجوع إلى مقدار المخاطرة التي يحويها كل استثمار، ويبقى القرار لأصحاب الاستثمار لتحديد البديل الأفضل، والذي يحمل نسبة المخاطرة التي يميلون إليها. هذا، وتقاس درجة المخاطرة أيضا باستخدام المعادلات الرياضية من خلال تحديد الانحراف المعياري أو التباديل أو معامل الاختلاف، وغيرها من المقاييس الإحصائية فالانحراف المعياري على سبيل المثل يسمى في مجال قياس درجة المخاطرة ب (المقياس المطلق للمخاطرة)، وتتمثل

الجذر التربيعي لمجموعة مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي ويتمثل بالمعادلة التالية:

حيث ع = الانحراف المعياري

ق ر = القيمة الفعلية للعائد الصافي في سنة (ر) أي مقدار التدفق النقدي الصافي ح ر = الاحتمال المتوقع لكل قيمة من التدفق النقدي

ن = عدد السنين

ق = الوسط الحسابي للتدفقات النقدية الصافية

أما معامل الاختلاف فيسمى ب (المقياس النسبي للمخاطرة) الذي يستخرج بخارج قسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة للتدفقات، ويمكن الحصول عليه من خلال المعادلة التالية:

حيث م خ = معامل الانحراف

ع = الانحراف المعياري

ق = القيمة المتوقعة للتدفقات

ق = ق١ ح٢ + ق٢ ح... ق ن ح ن

إذ أن ق١ ، ق٢، ق٣،... ق ن تمثل التدفقات النقدية الصافية خلال السنة ١، ٢، ٣، لغاية ن من السنين مقابل ح١، ح٢،ح٣... ح٥ التي تمثل الاحتمالات المقابلة

كذلك بالنسبة للتباين، فهو عبارة عن مجموع مربع انحرافات القيم عن وسطها الحسابي، ويمكن الحصول عليها بالشكل التالي:

جميع رموز المعامل شرحت أعلاه

وهناك مقسوم آخر، وهو ما يسمى ب (أثر التنويع في الاستثمار) وهذا الأثر يقاس في حالة فرصة استثمارية أخرى بالإمكان أن تعمل على دمج بديلين محتملين في مشروع واحد وبالتالي تقليل المقدار الكلي للمخاطرة المتوقع تحملها فيما لو تم اعتماد بديل استثماري واحد، أو أي من البديلين لكل على حده، ذلك لعلاقة المخاطرة بالموجودات المعتمدة في المشروع، مثال ذلك اعتماد مشاريع منتجات الألبان والمرطبات،

الدمج بين شركة للحديد والصلب وشركة لمواد البناء، وغيرها من الأمثلة التي توضح تركيب هيكل المخاطرة في المشاريع، والاحتمالات الممكنة في تقليل نسبة هذه المخاطرة باعتماد أكثر من بديل لمشروع واحد. إلا أنه، وعند الأخذ بنظر الاعتبار الظروف الاقتصادية المتمثلة في الانكماش والازدهار (التشاؤم والتفاؤل) نلاحظ أن نسبة المخاطرة أو معدل المخاطرة يرتفع عند إقرار دمج أكثر من بديل، ففي بعض الحالات نلاحظ أنه في ظرف اقتصادي معين تكون نسبة المخاطرة كبيرة لكلا البديلين، وبالتالي فأن الاندماج يؤدي إلى زيادة في المخاطرة الاستثمارية الكلية للمنشأة، وعليه تفقد علمية التنويع فائدتها في تخفيض المخاطرة.

٢,٢ طريقة شجرة القرارات

وهي احدي الطرق المستخدمة في تحليل درجة المخاطرة للاستثمارات البديلة، وتعتمد هذه الطريقة الأسس المستخدمة في طريقة التوزيع الاحتمالي، للوصول إلى شجرة القرارات الاحتمالية، وحيث إن القرار الاستثماري في مرحلة معينة، يعتمد على نتائج القرارات التي اتخذت في مرحلة سابقة (في كثير من الحالات)، فإن استخدام أسلوب شجرة القرارات يرتبط بشكل وثيق بالقرارات الاستثمارية المتابعة. فمثلاً مشروع استثمار مبلغ معين في تأسيس مصنع صغير، لتلبي حاجة الطلب على سلعة معينة في مدينة، أو إنشاء مصنع كبير لنفس الغرض، وتوفرت بيانات عما ستواجه المنتجات في كلتا الحالتين، وباعتماد شجرة القرارات كأسلوب للتحليل، والمساعدة في اتخاذ مثل قرار **الاستثمار هذا يجب إتباع الخطوات التالية:**

أ/ **تحديد نقاط القرارات التي يتم عندها اتخاذ قرار البدء** أو قرارات التمويل المتتابعة.

ب/ **تحديد البدائل الاستثمارية، والتي سيمثل كل بديل منها فرعاً رئيساً** من فروع شجرة القرارات.

ج/ **تحديد عدد الفروع الفرعية لكل فرع رئيس سبق تحديده،** والتي تمثل طبيعة الظرف الاقتصادي من انكماش (تشاؤم) ورواج (تفاؤل) وغيرها.

ولتوضيح هذه الطريقة في المساعدة على اتخاذ القرار المالي السليم بخصوص الاستثمار نعتمد المثال التالي:

تواجه إحدى شركات المنسوجات بديلين استثماريين وقد توفرت عن كلا البديلين المعلومات والبيانات التالية:

البديل الأول:

إنشاء مصنع كبير الحجم، تبلغ تكلفته ٥٠ مليون دينار، ويقرّر عمره الافتراضي الإنتاجي عشر سنوات، وتواجه منتجاته الاحتمالات التالية:

- طلب مرتفع لمدة ثلاث سنوات باحتمال ٦٠٪، ويتدفق نقدي صافي مقداره ١٠ مليون دينار. وابتداء من السنة الرابعة وحتى السنة العاشرة يوجد احتمالان للطلب، طلب مرتفع باحتمال ٨٠٪ وبتدفقات نقدية صافية سنوياً تبلغ ١٠ ملايين دينار، ولمدة سبع سنوات، وطلب منخفض باحتمال ٢٠٪ وبتدفقات نقدية صافية سنوياً تبلغ ٨ مليون دينار لمدة سبع سنوات.

البديل الثاني:

بناء مصنع صغير للملابس تبلغ تكلفته الاستثمارية (٢٠) مليون، ويواجه الطلب على منتجات هذا البديل الاحتمالات التالية:

- طلب مرتفع باحتمال ٦٠٪ لمدة ثلاث سنوات، وبتدفقات نقدية صافية، وبتكاليف استثمارية تبلغ ٤ ملايين دينار سنوياً، وبعد ثلاث سنوات سيستلزم الأمر اتخاذ قرار لاحق يتمثل بديلين.

القيام باجراء توسعات في حجم المصنع القائم للوصول إلى حجم أكبر وبتكاليف استثمارية تبلغ ٣٠ مليون دينار، وفي ظل هذا الحجم سوف يكون هناك احتمالين للطلب: طلب مرتفع باحتمال ٨٠٪ وتدفقات نقدية صافية تبلغ ١٣ مليون دينار سنوياً ولمدة سبع سنوات، أو طلب منخفض باحتمال ٢٠٪ وتدفق نقد صافي ٥ ملايين دينار لمدة سبع سنوات.

- طلب منخفض باحتمال ٤٠٪، وتدفق نقدي صافٍ ٣ ملايين دينار سنوياً، ولمدة عشر سنوات.

الحل: نبدأ الحل بتكوين شجرة القرارات للاحتمالات الواردة في المثال أعلاه وبالشكل التالي:

ثم ننطلق من نقطة القرار ط٢، والتي تخص إما اتخاذ قرار في التوسع بحجم كبير تبلغ تكلفته الاستثمارية ٣٠ مليون دينار، أو حجم صغير تبلغ تكلفته ١٠ ملايين دينار

ثم نقوم بحساب

أ. صافي القيمة الحالية عند نقطة القرار ط٢

ا. ففي حالة التوسع بحجم كبير فأن:

صافي القيمة الحالية في حالة الانتعاش = القيمة الحالية للتدفق – تكلفة الاستثمار (بمعدل ١٠٪).

القيمة المالية للتدفق النقدي = التدفق النقدي السنوي× معامل الخصم لمدة ٧سنوات (بمعدل خصم١٠٪).

=١٣×٤,٨٦٨٤ = ٦٣,٢٨٤ مليون دينار

صافي القيمة المالية = ٦٣,٢٨٤– ٣٠ = ٣٣,٢٨٤ مليون دينار

القيمة المالية للتدفقات النقدية = ٩× ٤,٨٨٤ = ٤٣,٨١٢ مليون دينار (في ظل الانكماش).

صافي القيمة المالية = ٩×٤,٨٦٨٤–٣٠ = ١٣,٨١٢ مليون دينار

القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية في ضوء قرار الحجم الكبير

= ص ح م × ح م + ص ح ض × ح ض

حيث ح م ، حض احتمالات الطلب المرتفع والمنخفض على التوالي

=٣٣,٢٨٤ ×٠,٨+١٣,٨١٢ ×٠,٢ =٢٩,٤ مليون دينار

أي أن ت ص ح ١ = ٢٩,٤ مليون دينار

٢– بالنسبة لقرار التوسع بالحجم الصغير

صافي القيمة الحالية في ظل الطلب المرتفع الانتعاشي

= ٧×٤,٨٦٨٤ = ٣٤,٠٧٦

= ٤٣,٠٧٦-١٠= ٢٤,٠٧٦

صافي القيمة المالية في طل الطلب المنخفض الانكماش

= ٥×٤,٨٦٨٧٤ =٢٤,٣٤٠

٢٤,٣٤٠ -١٠-١٤,٣٤٠

القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية في ظل الحجم الصغير

٢٤,٠٧٦ ×٠,٨+١٤,٣٤٠×٠,٢ = ٢٢,١٢٩

إذن ت ح ص ٢ = ٢٢,١٢٩

وبمقارنة الرقم الأخير ٢٢,١٢٩ مع الرقم ٢٩,٤، يتضح أن قرار التوسع اعتمادا على الحجم الكبير يحقق صافي قيمة مالية أكبر، بالمقارنة بقرار التوسع عن طريق الحجم الصغير، وبالتالي يتعين اختيار الحجم الأكبر، واختيار الحجم الأكبر يعني أن جميع القرارات الأخرى المتفرقة عن نقطة القرار ط ١ وعند هذه النقطة يتم الاختيار بين البديل الأول لمصنع كبير الحجم، والبديل الثاني مصنع صغير الحجم

بالنسبة للحجم الصغير ٥٠ مليوناً.

١. صافي القيمة المالية عند مستوى الطلب المنخفض الانكماش

= التدفق النقدي السنوي × معامل الخصم لمدة ١٠ سنوات – تكلفة الاستثمار

= ٣×٦,١٤٥ -٢٠ = ١,٥٦٥ مليون دينار

٢. صافي القيمة المالية عند مستوى الطلب المرتفع الانتعاش

= ٢٩,٤

٣. حساب القيمة المتوقعة لصافي القيمة المالية للبديل الثاني

٢٩,٤ ×٦٠٪+ (١,٥٦٥)× ٤٠٪ = ١٧,٦٤

= ١٧,٦٤٠ – ٠,٦٢٦ = ١٧,٠١٤

أما بالنسبة للمشروع الكبير ٥٠مليون دينار

١. صافي القيمة المالية عندما يكون الطلب الأول مرتفعاً، والثاني مرتفعاً أيضا

= التدفق النقدي السنوي × معامل الخصم لمدة ١٠ سنوات – تكلفة الاستثمار

= ١٠×٦,١٤٤-٥٠ =١١,٤٤

٢. صافي القيمة المالية عندما يكون الطلب الأول مرتفعاً والثاني منخفضاً

= ١٠×٢,٤٨٧ +٨× ٣,٦٥٨ -٥٠ = ٤,١٣٤

٣. صافي القيمة المالية عندما يكون الطلب الأول منخفضا، ولمدة عشر سنوات

= التدفق النقدي السنوي × معامل الخصم لمدة عشر سنوات – تكلفة الاستثمار

= ٨×٦,١٤٤ -٥٠ =٠,٨٤ مليون دينار.

٤. القيمة المتوقعة لصافي القيمة المالية في ظل قرار الحجم الكبير

= ١١,٤٤ ×٦٠٪ ×٨٠٪ + ٤,١٣٤ ×٢٠٪×٤٠٪ ٪

- ٠,٨٤ ×٤٠٪ =٥,٤٤ +٠,٣٣١-٠,٣٣٦

= ٥,٨٢٢-٠,٣٣٦ = ٥,٤٧٦

وعند مقارنة نتائج القيمة المتوقعة لصافي القيمة المالية للبديل الأول في حالة قرار الحجم مع البديل الثاني في حالة قرار الحجم الصغير، يتضح لنا أن البديل الأول يتمتع بقيمة موجبة اقل بالمقارنة مع البديل الثاني.

أي أن القرار سيكون باتجاه إنشاء مصنع صغير الحجم ومن ثم ستكون هناك محطة أخرى لقرار آخر بعد ثلاث سنوات، والذي سيكون باتجاه التوسع لحجم أكبر تكلفته الاستثمارية ٣٠ مليون دينار.

طريقة سعر الخصم المعدل

يتضح من خلال المثال السابق المتعلق بتوضيح شجرة القرارات أن التدفقات النقدية الصافية لكل من البديلين الأول والثاني قد خصمت بمعدل خصم متساوي، مما يعني بأن ما يواجهه هذا التدفق لكل بديل من المخاطر متساوٍ، أي أن حجم المخاطرة في كلتا الحالتين متساوٍ، وهذا قد يخالف الواقع إذ إنه من المحتمل أن يواجه كل بديل بمقدار

معين من المخاطرة، يختلف عن الأخر. لـذا استوجب تعـديل سـعر الخصـم المعتمـد بمـا ينسجم واستيعاب حجم المخاطرة المتوقع لكل بديل مـن البـدائل المتاحـة، علـى أن يـتم ذلك من خلال:

١. دراسة الأرقام التخمينية المطروحة لكل بديل من البدائل دراسة دقيقة معتمدة علـى خـبرة ذوي الاختصاص في مجال الاستثمار، والاسترشاد المتـوفرة لـديهم عـن فـرص اسـتثمارية متشابهة، أو مماثلة مع تغير الأرقام الواردة في هذه المعلومـات بمـا ينسـجم أو يـتلاءم مـع خصوصية المشروع الاستثماري قيد الدراسة.
٢. كذلك يتم الاعتماد على بعض المعادلات والوسائل الرياضية الكمية التي بوساطتها يمكننـا التوصل إلى أرقام وبيانات تكون أقرب إلى الواقع والدقة.

ولأهمية عامل المخـاطرة في تقيـيم الاسـتثمار، فأنـه لابـد مـن وضـع أسـس منطقيـة للمفاضلة بين الاستثمارات التي تحوي درجات مخاطرة مختلفة ومن الطرق الأكثر شيوعاً في هـذا الصدد – طريقة سعر الخصم المعدل، والتي تعتمد استخدام سعر خصم مرتفع – للاسـتثمارات الأكثر خطورة، وسعر خصم منخفض للاستثمارات الأقل خطورة، ويعكـس سـعر الخصـم في كلتا الحـالتين الانحـراف المعيـاري للعوائـد المتوقعـة والاتجاهـات المسـتثمرين بخصـوص درجـة المخاطرة في هذا الاستثمار أو ذاك.

فلو فرضنا توفر البيانات التالية لاستثمارات معينه كان الأول يحوي معدل عائـد خـالٍ من المخاطرة بمقدار٥٪، وكان مقدار بدل المخـاطرة ٢٪ لاسـتثمار بـانحراف معيـاري قـدر ٣٪، وبدل مخاطرة آخـر مقـداره ٥٪ لاسـتثمار بـانحراف معيـاري ٦٪ وبـدل مخـاطرة مقـداره ١٠٪ لاستثمار بانحراف معياري ٩٪، وعلى ضوء هـذه البيانـات يمكـن تصـوير العلاقـة بـين معـدل ودرجة المخاطرة لكل استثمار بالشكل التالي:

إن المنحنى الوارد في الشكل يوضح ما يسمى بمنحنى المخاطرة السـوي، حيـث تـبين أ مدى الاستثمارات غير الخطرة (ب،ج، د)، تبين مستويات الاستثمارات التي تحـوي علـى بـدل مخاطرة وفق درجات الانحرافات المعيارية المختلفة على سبيل المثال:

الشركات التي تقع على منحنى المخاطرة السوي عند نقطة د، فإن المستثمر يتوقع عائداً استثمارياً مقداره ١٥٪، وانحراف معياري مقداره ٩٪، أي أن عليـه أن يسـتخدم معـدل خصـم للاستثمار بمقدار ١٥٪، أي كلما ارتفعت درجة المخـاطرة، وجـب اسـتخدام معـدلات خصـم

عالية، وكلما انخفضت درجة المخاطرة على منحنى المخاطرة السوي، استخدم سعر خصم منخفض أيضا.

لنفرض أن توفر لإحدى المنشآت بديلان للاستثمار الأول: يتضمن وضع علامتها المميزة على الغلاف الخارجي لمنتجاتها، وبالتالي لا يمكن استخدامه من قبل المنشآت الأخرى (استثمار أ) والثاني: استخدام غلاف خارجي اعتيادي يستخدم من قبل المنشآت الأخرى في نفس حقل الإنتاج (استثمار ب)، وقدرت التكلفة المتوقعة لكل من الاستثمارين بمقدار ٥٠٠٠٠ دينار، وتبلغ التدفقات النقدية المتوقعة للاستثمار (أ) ب ١٠,٠٠٠ دينار سنوياً، ولمدة ثماني سنوات، بينما كانت التدفقات النقدية للاستثمار(ب) مقدرة ب ١١,٠٠٠ ولمدة ثماني سنوات أيضا، ولكون الانحراف المعياري للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار أ أقل من الانحراف المعياري للتدفقات النقدية من الاستثمار ب، فأن المنشأة تري أنه يجب أن يتم تقييم الاستثمار أ على أساس تكلفة رأس المال ١٠٪ في حين نرى أن يتم تقييم الاستثمار ب على أساس تكلفة رأس المال بمقدار ١٤٪، حسب طبيعة المخاطرة، وعليه فإن صافي القيمة المالية للمخاطرة للاستثمار =

= ٥٠٠٠٠-٥,٣٣٥×١٠٠٠٠

=٥٣٣٥٠ – ٥٠٠٠٠ = ٣٣٥٠ دينار

صافي القيمة المالية المعدلة للمخاطرة للاستثمار ب

= ٥٠٠٠ – ٤,٦٣٩ x ١١٠٠٠

= ٥١٠٢٩ – ٥٠٠٠٠ = ١٠٢٩ جنيه

يتضح من المثال أعلاه أنه إذا تم تقييم الاستثمارين على نفس أساس تكلفة رأس المال، لكان الاستثمار (ب) هو أرجح ألا أنه باستخدام طريقة سعر الخصم المعدل تم الأخذ بنظر الاعتبار درجة المخاطرة لكل استثمار، وبالتالي، فأن صافي القيمة المالية للعائد المتوقع للاستثمار (أ) على ضوء مقدار المخاطرة، أفضل من صافى القيمة المالية للعائد المتوقع للاستثمار (ب)، وعليه وجب اختيار الاستثمار الأقل خطورة.

الفصل السابع

الخطر والتأمين

مقدمة

الآن بصدد دراسة الفصل السابع من كتاب منشآت مالية متخصصة حيث تدرس الخطر والتأمين، الخطر و أنواعه عده وآثاره متعددة وإيجاد طرق الوقاية منه واجبة. هناك أخطار على الممتلكات، وأخطار المسئولية تجاه الغير، وأخطار وظيفية ومن زاوية أخرى نجد أخطار مادية بأسباب طبيعية، كالأعاصير و الحرائق، الفيضانات. وأخطار اجتماعية، كالسرقة والإهمال، أخطار السوق التجارية مثل هبوط الأسعار، والأخطار كثيرة جداً ومنوعة.

علينا أن نتعرف على الأخطار التي يمكن أن تكون قابلة للتأمين، و يجب أن يكون الخطر الذي يراد تأمينه خطراً محضاً، وأن يكون قابلاً للقياس، وأن يكون خطراً حقيقياً.

لذلك نشأ التأمين، وكان أول تأمين هو التعاقدي، و ينقسم إلى تأمين تبادلي، أو تأمين لقاء قسط مراد به تحويل الآثار للأخطار التي يتعرض لها الأفراد والمنشآت إلى جهات متخصصة في تحمل هذه الأخطار، نظير دفع مقابل والخطر والتأمين قد شغل القسم الأولى والثاني من هذا الفصل.

١. الخطر وأنواعه وأثاره وطرق الوقاية منه

١,١ المخاطر وأنواعها

تعريف الخطر:

الخطر هو حالة احتمالية إذا تحققت تحدث ضرراً، وهو عدم المعرفة الأكيدة بنتائج الأحداث، فالشك في النتائج هو قوام مفهوم الخطر.

والمخاطرة هو الدخول في مفهوم الخطر. وإن المخاطرة تأتي دائماً من عدم معرفة النتيجة التي ستقع من بين عدة نتائج مختلفة.

وهذا هو المرتكز الأساس في التمييز بين الخطر والخسارة: فحيث يقوم هذا الشك فيما سيقع من النتائج تكون في حالة خطر، أما عند اليقين المسبق بأن النتيجة السيئة ستقع، فليس ثمة مخاطرة بل هي خسارة محضة.

وفي واقع الحياة نجد المخاطرة مقرونة بكل تصرفات الإنسان وأعماله، لكن المخاطرة المقصودة هنا إنما هي المخاطرة في الأمور والنتائج المالية والاقتصادية.

وواضح أنه كلما كانت الفروق بين النتائج الاحتمالية المختلفة أكبر، كانت المخاطرة كبيرة، والإنسان لديه الفطرة للسعي لدرء الخطر وتوقعه. فالواقع يدفع إلى التوقي. هذا وان درجة رد الفعل تجاه المخاطر تتوقف على مدى مقدرة ذلك المعترض للخطر على تحمل الضرر أو الخسارة التي قد تقع.

أنواع المخاطر الاقتصادية:

قسم علماء الاقتصاد الباحثون في نظام التأمين، الأخطار تقسيمات عديدة مختلفة لتصنيف أنواعها، وكل منهم يتخذ في تقسيمه أساساً، وينظر من ناحية مختلفة عن وجهة نظر غيره. وكان من نتيجة اختلاف وجهة النظر في التقسيم ظهور أنواع وصور كثيرة للمخاطر، ويتبين منها مدى ما يحف حياة الإنسان من أضرار مختلفة المصادر والآثار، مما يجعل التعاون البشري بين الأفراد والجماعات لتخفيف وطأة هذه المخاطر وتقليل آثارها بقدر الإمكان وبشتى الوسائل، أمراً لازماً كالتعاون في مكافحة الأمراض المستوطنة، والآفات والأوبئة الطارئة.

التقسيم الأول: يقسم الأخطار بحسب نوع نتائجها إلى ثلاثة أنواع:

١. **أخطار على الممتلكات،** كالضياع والفساد والهلاك بمختلف الأسباب.
٢. **وأخطارالمسئولية تجاه الغير** كمسئولية إنسان عن أضرار لحقت بأشخاص آخرين أو بممتلكاتهم، كمسئولية صاحب سيارة عن حادث وقع لعامله في أثناء عمله فأدى إلى أصابته بأذى.
٣. **وأخطار وظيفية،** أي متعلقة بالموظفين وتعطلهم، وما لذلك من إنعكاسات على جهات أخرى ذات صلة بهم، وذلك كالخطر على أسرة الموظف من بطالته إذا أنهيت وظيفته، وكالخطر الذي تخشاه شركة من موت موظف رئيس لديها تتوقف عليه أعمالها.

التقسيم الثاني: يقسم الأخطار بحسب مصدر الضرر أو سببه إلى ثلاثة أنواع أخرى وهي:

- **أخطار مادية بأسباب طبيعية أو سماوية.** كالأضرار والإتلاف التي تحدثها الأعاصير والعواصف، والحرائق، والفيضانات والزلازل.
- **أخطار اجتماعية،** وهي التي تحصل من تصرفات الأفراد المنحرفين وأعمالهم الخطأ المتوقعة في كل وقت. (كالسرقة والإهمال)، أو من تصرفات لا يمكن توقعها، كتصرف الجماعات في الإضرابات، أو أعمال الشغب، أو الحروب.
- **أخطار السوق التجارية،** كهبوط السعر بعد شراء البضاعة وقبل بيعها.

التقسيم الثالث: يقسم الأخطار بحسب طبيعتها وماهيتها إلى نوعين اثنين:

- **خطر محض** وذلك عندما يكون هنالك احتمال ضرر أو خسارة فقط دون احتمال ربح أو منفعة، كخطر حادث سيارة أو سرقة متجر، أو احتراق بضاعة.
- **وخطر مضاربة أو مغامرة تجارية،** عندما يكون هناك احتمال ربح من حادث إذا تحقق. واحتمال خسارة لم يتحقق وذلك كارتفاع وانخفاض الأسعار.
- وهذا النوع غير قابل للتأمين منه، وإنما المخاطر المحضة هي وحدها الصالحة للتأمين.

- **التقسيم الرابع: يقسم الأخطار حسب ثباتها وتحركها إلى نوعين آخرين ها:**
- **أخطار ساكنه** أي ذات سكون وثبات في عواملها وأسبابها وليست ناشئة من تطور الحياة والصناعة والتنظيم، وذلك كالخطأ والتعدي والأذى والسرقة وحوادث السير. وهذه الأخطار يمكن أن توجد حتى في أوضاع ا ثابتة غير متحولة.
- **أخطار حركية** أو متحولة، وهي التي تحصل من التحولات خاصة في حاجات الناس المتطورة، أو تحسينات الآلات، ونحو ذلك. ويلاحظ هنا أن الأخطار الساكنة غير المتحولة هي في العادة والأغلب تؤدي إلى أضرار وخسائر جماعية.

أما الأخطار الحركية ففي الغالب لا تضر بالجماعة، بل قد تنفع المجتمع بوجه عام، ولكن ضررها يخص أفراداً أو فئات محدودة ممن يفاجئون بالتنظيمات الجديدة والتحسينات الآلية التي لم يجاروا تطورها.

١,٢ المخاطر وآثارها بوجه عام

إن المخاطر بوجه عام تكلف الإنسان وتحمله أعباء وخسائر ومتاعب شتى، ولذلك يحاول الإنسان بغريزته الفطرية أن يتوقى المخاطر بمختلف الوسائل والأساليب ما استطاع إلى ذلك سبيلاً، إلا أن بعضاً من الأخطار وقدراً منها يبدو للعلماء الاجتماعين والفلاسفة ضرورياً للحياة الإنسانية، ولا تحسن هذه الحياة دونه؛ لأنه هو الذي يولدّ عند الإنسان الشجاعة والإقدام، ويحفزه على الاستعداد للتغلب على المصاعب، ويدفعه إلى ابتكار وسائل الدفاع في سبيل صيانة حياته، وحماية نفسه، وفي سبيل كشف المجهول، والانتفاع منه، فلو خلت الحياة من كل خطر لفقد الإنسان هذا المزايا.

ولكن الإنسان يكره بفطرته التعرض للخطر، ويحاول اجتناب المخاطر بوجه عام، لأنها تزعج حياته، وقد تكلفه خسائر باهظة، أو جهوداً شاقة، أو متاعب فكرية، وهموماً نفسية مقلقة، وكل ذلك أضرارٌ مختلفة تلحق بالإنسان.

وهذه التكاليف والمتاعب أو الأضرار التي تسببها الأخطار **يمكن تصنيفها في ثلاثة أنواع** يعيش في جوها الإنسان فرداً أو جماعة، ويتحمل أضرارها وتهديداتها وهي:

- أضرار مادية عند وقوع الخطر وحلول الضرر، وما يجره هذا الوقوع من خسائر اقتصادية مباشرة، ومن مشتقات ومتاعب جسيمة أو خفيفة.
- أضرار نفسية تتجلى في الخوف المستمر من وقوع الخطر المحذور، وإن لم يقع فعلاً، فإن ذلك يجعل الإنسان في قلق دائم، ويفقده كثيرا من فاعليته ونشاطه في سبيل توفير راحته ووفاء حاجاته الحيوية.
- أضرار اجتماعية واقتصادية تتمثل في إعراض الناس عن القيام ببعض النشاطات المفيدة في بعض المجالات، أو تقليل نشاطهم فيها حينما تكون فيها مخاطرة كبيرة في التعرض لأخطار قوية، كاحتمال تخفيض إلزامي في أجور المساكن، حيث يحجم الناس عن بناء المساكن للإيجار، وكاحتمال تأميم المصانع حيث يمتنع الناس عن إنشاء المصانع المنتجة التي تمد الحياة الاقتصادية بالشرايين الضرورية لها.

هذه مجمل ما تجره الأخطار من تكلفة على الإنسان، وما تحمله عليه من خسائر ومتاعب ترجع إلى أربعة أصناف: مادية، ونفسية، اجتماعية، واقتصادية.

١,٣ طرق معالجة الأخطار

إن ردود الفعل عند الناس ضد الأخطار هي أمر طبيعي، فالناس يلجأون إلى كل الوسائل التي تصل إليها الأفكار لمعالجة الأخطار. تارة بالتوقي أن أمكن، وتارة بالتخفيف والتلطيف على المصاب بقدر الإمكان.

والطرق التي فكر بها الإنسان لمعالجة المخاطر لا تتعدى الأمور التالية:

- **اجتناب المخاطر**

باجتناب الفعالية والنشاط الذي يؤدي إلى التعرض للخطر وذلك كالتاجر الذي يعدل عن استيراد البضاعة من مصدرها البعيد كيلا يقع تحت خطر غرقها في الطريق مثلا فيكتفي بشراء البضاعة محلياً من مستورديها وهو آمن مطمئن من أخطار الطريق، ولو كلفه أكثر من ثمن استيرادها.

- **تحمل المخاطرة دون مبالاة بوقوع الخطر**

فقد يجابه الإنسان الخطر بالشجاعة والإقدام، فإما أن يسلم ويحقق مطلبه. وإما أن يصاب فيتحمل مصابه. ويرى في ذلك في الحالين مخرجاً من تهديد الخطر. ولكن هذا قد يعالج المشكلة النفسية تجاه الخطر دون المشكلة الاقتصادية.

- **مضاعفة الحيطة والحذر**

في سلوك الطريق إلى الغاية المطلوبة لتخفيف مصاعب المخاطرة، وتقليل فرص وقوع الخطر، كمن يدور ببضاعته المستوردة طرقات طويلة بعيدة لكنها أكثر أماناً لإيصالها، أو يقيم حراسة قوية على متجره أو منزلة أو مزرعته، وإن كلفته نفقات، وهذه طريقة أيضا تقلل من فرص وقوع الخطر ولكنها تعالجه إذا وقع.

- **اللجوء إلى طرق في تحقيق المقصود**

ووفاء الحاجات يهرب بها الإنسان من تحمل تبعة المخاطرة، ويتركها على عهدة غيره، وذلك كمن يستأجر بناء لسكناه أو لتجارته بدلا من أن يشتريه تفادياً لخطر الحريق أو التأميم ونحوه، فيبقى هذا الخطر على عاتق المالك. وقد يعبر العلماء عن هذه الطريقة بنقل المخاطرة.

- **تجنيب المخاطرة**

أو تحييدها أي جعل الخطر حياديا لا يمس الشخص صاحب المصلحة، فالتحييد هو تعديل وإبطال مفعول الخطر بالنسبة لذي العلاقة، وذلك كبيع البضاعة بشرط أن يتسلمها المشتري من المصنع لاجتناب خطر التلف في أثناء النقل.

ومن هذا القبيل بيع المنتجات بسعر حالي بشرط التسليم في المستقبل لاجتناب خطر هبوط السعر ما بين تاريخ البيع ووقت الإنتاج في المستقبل.

وهذه الطريقة من توقي الأخطار في نظرنا تقرب من سابقتها (لتهرب من المخاطرة أو نقلها)؛ لأن تجنيب المخاطرة أو تحيدها كما في الأمثلة المذكورة فيه تهرب منها أو نقل لها.

- **تجميع المخاطر**

وذلك بتكثير عدد الوحدات المعرضة للخطر، إذ يزداد حينئذ احتمال إصابة بعضها بالخطر المتوقع. فيصبح الخطر شبه مؤكد ولا يبقى احتماليا. وعندئذ يزول عنصر المفاجأة تقريباً، ويصبح وقوع الإصابة من قبيل الخسارة المؤكدة، لا من قبيل الخطر، **وقد قدمنا في تعريف الخطر أن من شرائطه أن يكون احتمالياً**، اي في وقوعه مفاجأة، فإن كان مؤكداً أصبح خسارة محسوبة ولم يبق خطراً.

وهذه الطريقة في توقي المخاطر تختلف عن الطرائق الخمس السابقة في أن تجميع المخاطر هذه يرتكز على قانون علمي ثابت، هو قانون الأعداد الكبيرة في نظرية الاحتمالات من علم الرياضيات، ويتلخص في أن التقلب والتغير الاحتمالي في حوادث المجموع الكبير، أقل منه في الأفراد، أي أن نسبة الحوادث من نوع واحد كالموت، والمرض، والاحتراق والسرقة والضياع والاصطدام ونحو ذلك هي في المجموع الكبير أكثر ثباتاً منها في الأفراد، إلى درجة يمكن اعتبارها في المجموع الكبير نسبة ثابتة غير متحولة، أو قريبة جداً من الثبات، بحيث يمكن فيها أن يطرح من الحساب احتمال تغير النسبة وتحولها.

مثال ذلك أن شركة كبيرة تملك خمسمائة سيارة أجرة، هي معرضة لتلقي حوادث سير، وتحمل مسئولياتها في فترة زمنية واحدة، أكثر ممن يملك سيارة واحدة أو اثنتين أو خمساً مثلاً. فتكون الحوادث ومسئولياتها لدي الشركة مؤكدة لا شك فيها، بينما هي لدي من يملك سيارة واحدة أو خمساً احتمالية غير مؤكدة الوقوع. وتكون نسبة وقوعها لدي الشركة متكررة سنوياً أو شهرياً، وثابتة تقريباً غير متحولة، فينتفي منها عنصر المفاجأة وعندئذ يمكن أن يحسب حسابها في النفقات الثابتة، فتصبح من قبيل الخسائر لا من قبيل المخاطر بخلاف صاحب السيارة الواحدة فقد تمضي سنة أو سنوات دون أن يحدث لسيارته حادث، ولكنه إذا حدث يكون فيه مفاجأة له غير محسوب حسابها.

٢. التأمين

وأخيرا عرفت طريقة التأمين في معالجة المخاطر، وشاعت حتى أصبحت هي الطريقة العامة، ونقلت الفرد تجاه الأخطار من نطاق فرديته إلى نطاق الأعداد الكبيرة وقانونها السابق الإشارة إليه.

فالتأمين ذو صلة أساسية بالطريقة السادسة في التوقي من المخاطر، أعني طريقة تجميع المخاطر القائمة على أساس قانون الأعداد الكبيرة.

وفي قواعد التأمين ونظريته العامة يشترط الخطر لكي يكون قابلاً للتأمين منه شروط عديدة من أهمها ما يلي:

- أن يكون الخطر الذي يراد التأمين منه **الخطر المحض** الذي تقدم بيانه في أنواع المخاطر الاقتصادية.
- **أن يكون قابلا للقياس** بطريقة حسابية تسمح بتطبيق قانون الأعداد الكبيرة ونظرية الاحتمالات.
- **أن يكون خطراً حقيقيا**، ويتعرض له عدد كبير من الناس وهذا الشرط الأخير يستلزم أن يكون للمستأمن مصلحة قابلة للتأمين عليها ضد هذا الخطر، وذلك بأن يكون المستأمن معرضا للخسارة بوقوع حادث محتمل الوقوع.

والتأمين له طريقان أساسيان طريق تعاوني محض يسمى التأمين التبادلي، وطريق تجاري يسمى التأمين بقسط، أو التأمين الإستراتيجي، ويكون بطريق التعاقد، وتمارسه شركات يقوم عملها على أساس الإحصاء لأنواع المخاطر التي تقع، ونسبة وقوعها في المجموع، وتعتمد فيه على قانون الأعداد الكبيرة وتبني عليه حسابها، فتحدد بموجبه مبلغ قسط التأمين بحيث تغطي من مجموع الأقساط التي تحصلها من المستأمنين مجموع المخاطر التي تقع، لأنها معروفة النسبة والمقدار تقريباً في نطاق الأعداد الكبيرة ويتوفر لديها وفر من الأقساط المحصلة هو ربح شركة التامين، ولذلك يسمى هذا النوع الآخر من التأمين بالتأمين الإستراتيجي، والذي سوف تركّز عليه ونتناوله بالتفصيل بهذا الكتيب.

ففي التأمين بهذه الطريقة، عندما يكثر عدد المستأمنين لدي الشركة، تصبح الحوادث المؤمن منها والتي تتحمل الشركة تعويضاتها للمصابين تصبح من قبيل الخسائر المحسوبة حساباً مضبوطاً بطريق الإحصاء، وليس فيه تغيير يستحق الاعتبار لان نسبة وقوع المخاطر المؤمن عليها بين المجموع الكبير من المستأمنين هي نسبة شبه ثابتة لا مفاجأة منها بالنسبة إلى الشركة. وإن كانت الحوادث بالنسبة إلى كل مستأمن على حدة تعتبر خطراً مفاجئاً له. ولكنه بالتأمين ينتفي أيضاً عنصر المفاجأة بالنسبة إلى الفرد المستأمن، إذ تصبح خسارته ثابتة ومحددة المقدار، وهي القسط الذي يدفعه إلى الشركة فقط. وهكذا ينتقل الفرد بالتأمين إلى مركز الأعداد الكبيرة.

٢,١ التأمين وتطوره وأنواعه

أولا: نشأة التأمين التعاقدي

من الواقع المشهود في جميع البلاد المتحضرة اليوم أن التأمين التعاقدي، يأتي في رأس القائمة بين وسائل الحماية من المخاطر.

ذلك بأن التأمينات الاجتماعية في جميع صورها وأساليبها، تخفف وتلطف من وطأة المخاطر وأثارها في حياة الأفراد على سبيل المواساة في حالات من الفقر أو العجز، أو من منة العجز والاحتياج كما في نظام التقاعد، ولكنها لا تكفي لأن تكون تطميناً وتأميناً يظلل الطريق الاقتصادي بوجه عام شاملاً يلجأ إليه، فينطلق الناس في منطلقاتهم ونشاطاتهم ومسالكهم الاقتصادية المختلفة بشجاعة وإقدام غير عابئين لما يصادفونه في طريقهم من أخطار، وما تحدثه من أضرار نتيجة لمناعة يكتسبونها قبل الانطلاق، فتجعلهم آمنين.

لذلك كان النشاط التجاري والصناعي والمالي محتاجاً إلى أسلوب يعطي من يدخلون ساحة هذه الأنشطة المنتجة تلك المناعة والشجاعة في منطلقاتهم، فكان المناسب لطبيعة العمل التجاري والصناعي والمالي وما يستتبعه من تعرض لمخاطر النقل البري والبحري، وقطع طريق وحريق وغيرها من المخاطر، كان المناسب لطبيعة هذا المجال

الاقتصادي أن تكون الوقاية من مخاطرة بطريق العقود لا بطريق التأمينات الاجتماعية التي يقي بها أنواع أخرى من المخاطر كالمرض والعجز.

ومن ناحية الحاجة برز عقد التأمين إلى الوجود في الميدان التجاري أولاً، ثم امتد إلى مجالات أخرى كثيرة، وضد أنواع من المخاطر أكثر من أن تحصي.

ويذكر العلماء الباحثون في نظام التأمين التعاقدي أن أول ما عرف من صورة هو التأمين البحري على البضائع التجارية المنقولة عبر البحار، وعلى السفن الناقلة لها من الأخطار الكثيرة التي كانت عرضة لها في أوائل القرن الرابع عشر الميلادي. ثم شاعت بطريقة التأمين هذه، وأصبحت تدبيراً بحرياً نظامياً مهماً لما ظهر من شأنه ومميزاته، ووضعت له أسس وقواعد منظمة تضمنها نظام، هو **أول نظام معروف للتأمين البحري سمي باسم: أوامر برشلونة**: والتي صدرت سنة / ١٤٣٥ ميلادية، وقد تضمن آخرها تنظيماً شاملاً للتأمين البحري بتحديد العناصر الأساسية لعقد التأمين وشرائطه وآثاره وإجراءاته. **أما التأمين البري** فقد تأخر تنظيمه القانوني حتى نظم تنظيماً شاملاً وافياً في فرنسا بقانون في يوم ١٣/ ٧/ ١٩٣٠م.

وقد بدأ استخدامه في الأموال ضد مخاطر النقل ثم انتقل إلى مجالات أخرى وتنوع أنواعاً تميزت بأسماء مختلفة، مما دل على الشعور العام بالحاجة الملحة إليه في شتى المجالات التي يتوقع الإنسان المخاطر فيها، ويحرص على الأمان منها.

ثانياً: تقسيم التأمين وأنواعه:

يقسم التأمين تقسيمين من وجهتي نظر:

الأولى: من حيث موضوعه ينقسم إلى ثلاثة أنواع:

- **النوع الأول**: التأمين على الأشياء كالتأمين على سيارة، أو متجر، أو منزل، أو أشياء أخرى، ضد خطر الهلاك الكلي أو الجزئي أو أي ضرر يصيبه.
- **النوع الثاني**: التأمين من المسئولية ويسمى أيضا التأمين ضد الغير، كتأمين صاحب السيارة من مسئوليته تجاه الغير عما تحدثه السيارة من أذى في الأنفس أو الأموال

بطريق الخطأ، ومسؤولية صاحب العمل عما يصيب عماله من إصابات عمل يوجب فيها القانون عليه تقويضاً لهم أو لأسرهم.

- **النوع الثالث**: ما يسمىّ في العرف تأميناً على الحياة، وهو تأمين تتعهد فيه الجهة المؤمنة بتقديم مبلغ متفق عليه إلى أسرة الشخص المستأمن إذا توفي في خلال مدة محددة لقاء قسط محدد بدفعه في تلك المدة شهرياً أو سنوياً للجهة المؤمنة.

هذه هي الأنواع الثلاثة التي ينقسم إليها التأمين من حيث موضوعه، والتي ترجع إليها جميع عقود التأمين المعروفة مهما اختلفت في مضامينها، والالتزامات والشروط المشروطة فيها.

وبعض هذه الأنواع قد تجاوز واقعنا الذي نعيشه حدود الاختيار إلى حدود الإلزام القانوني الذي لا خيار فيه للمكلف.

فالتأمين من المسئولية تجاه الغير توجبه القوانين إيجابا على كل صاحب سيارة مثلاً: كي لا تذهب جناياتها على الأرواح والأموال هدراً، إذا كان صاحبها أو سائقها مفلساً. وليس لديه ما يكفي للوفاء بتعويض ما أحدثه من أضرار للغير.

وكذلك طائرات النقل فإنها لا يجوز قانوناً أن تطير ما لم تكن شركة الطيران مؤمنة لدي شركة تأمين على حياة كل من يكون فيها من طاقمها وركابها، دون أن يحتاج ركاب الطائرة إلى عقد هذا التأمين بأنفسهم قبل ركوبها.

الثانية: من حيث طريقته فينقسم إلى نوعين:

الأول: تأمين تبادلي
الثاني: تأمين لقاء قسط

فالتأمين التبادلي هو الذي تقوم به فئة من الناس، كأهل سوق معينة مثلاً يتعرضون لنوع من المخاطر فيكتتبون فيما بينهم بمبالغ نقدية يقدم كل منهم حصته منها، وتوضع في صندوق للطوارئ ليؤدى منها تعويض لأي مكتتب (مساهم) منهم عندما يقع عليه الخطر الذي اكتتبوا من اجله فإن لم تف الأقساط المحصلة تزداد أو يكتفي

بالموجود منها وإن زاد منها شيء بعد تعويض الضرر الواقع على صاحبه، يعاد إلى المكتتبين أو يترك رصيداً للمستقبل وواضح أن هذا النوع هو بدائي بسيط، وهو أشبه بجمعية تضامنية تعاونية خاصة لا تهدف إلى ربح.

والتأمين بقسط هو الذي يكون بعقد بين المستأمن والجهة المؤمنة (وهي شركة في الغالب) على أن يدفع لها المستأمن مبلغاً معيناً عن كل دورة زمنية يسمى: قسط التأمين، في مقابل تعهدها بتعويض الضرر الذي يصيبه إذا وقع الخطر المؤمن منه وما يزيد من الأقساط المحصلة عن تعويضات الأضرار الواقعة يكون ربحاً للجهة المؤمنة لقاء قيامها بهذه المهمة.

والمفروض في الحالات العادية أن تزيد الأقساط عن التعويضات، لأن هذا النوع من التأمين فيه إلى جانب المعنى التعاوني غرض تجاري للجهة التي تقوم به وتديره. فلذلك تبني تعهداتها التأمينية فيه على إحصاءات دقيقة للمخاطر المؤمن منها نسبة وقوعها، وتعتمد على قانون الأعداد الكبيرة الذي سبقت الإشارة إليه، والذي ينقل مسئوليتها عن المخاطر من نطاق الاحتمالات والمفاجأة، إلى نطاق الخسائر المحققة، وفي ضوء كل ذلك يحدد مبلغ القسط الذي تستوفيه من المستأمن في كل من المخاطر.

ثالثاً: موازنة بين التأمين التبادلي والتأمين بقسط:

يبدو للمتأمل أن التأمين التبادلي في صورته البسيطة السابقة الذكر يصبح غير قادر على تلبية الحاجة العامة على نطاق واسع، عندما يشيع التأمين ويكثر الإقبال عليه، ويمتد إلى مختلف أنواع المخاطرة. فمع اتساع نطاق التأمين وازدياد الحاجة إليه في شتى الأخطار يتجه إلى التأمين الإسترباحي لقاء قسط، لأن فيه إلزاما قانونياً بتعويض الأضرار، فيكون أكثر تطميناً للمستأمن، ولأن فيه إدارة متفرغة لعقود تلبي جميع طلبات التأمين من مختلف الأخطار.

وإيضاح ذلك أن التأمين التبادلي في صورته البسيطة السالفة البيان، يتعاون فيه أشخاص محددون معنيون معرضون لنوع من الأخطار، وذلك بإنشاء صندوق تعاوني من أموالهم لتعويض أضرار من يقع عليهم منهم شيء من تلك الأخطار المتوقعة. فإذا كثر

هؤلاء الراغبون في هذا التعاون، وفي نطاق أوسع يشمل أنواعاً أكثر من الأخطار، فـإنهم يحتاجون إلى من يجمع هؤلاء الراغبين الذين قـد يكثـر عـددهم، حتـى يتعـذر أن يعـرف بعضهم بعضاً، وإلى من يدير عملية التعاون اكتتاباً وتنفيذاً لقاء عوض يتناولـه عـن هـذه الإدارة

فهذا المدير الجـامع للمتعـاونين هـو شـركة التـأمين في طريقـة التـأمين بأقسـاط والمتعاونون المكتتبون هم مجموعة المستأمنين المتعاقدين مع الشركة، والعوض الذي تأخذه الشركة لقاء إدارة عملية التعاون هذه، هو الربح الذي تربحه، وهـو يمثـل الفـرق بـين مـا تحصله من أقساط (وهي تقابل ما يكتتب بـه المتعـاونون في التـأمين التبـادلي)، وبـين مـا تؤديه من تعويض للمصاب تعويضاً لأضراره.

فليس من فرق في الأساس بين طريقة التامين التبادلي وطريقة التـأمين بأقسـاط، وإنما الطريقة الثانية هي تنظيم فني في إدارة عملية التعاون عندما يكثر عدد الراغبين فيـه، ولا يعرف بعضهم بعضاً.وفي الطريقـة الأولى يـرد مـا يزيـد مـن أمـوال الصـندوق عـن تعويض الأضرار الواقعة إلى أصـحابه المكتتـبين، وفي الطريقـة الثانيـة لا يـرد إلى دافعـي الأقساط الوفر الحاصل من الفرق بـين الأقسـاط والتعويضـات، بـل يبقـى ربحـا لشـركة التأمين بمثابة تعويض عن إدارة العمل وتغطية نفقاته.

ولكن الذي حدث أن عنصر الربح أصـبح عنصـر إغـراء يـدفع إلى الاسـتزادة، وأصبح بالتالي هو الهدف الرئيس لـدي شـركات التـأمين قبـل الفكـرة التعاونيـة النبيلـة فانعكس الموضوع، وأصبحت الوسيلة غاية، والغاية وسيلة، وأصبحت شـركات التـأمين تتحكم في الحاجة الملحة إليه ولا سيما حين تفرضه القوانين بصورة إلزاميـة علـى النـاس كالتأمين على السيارة من المسئولية، وتأمين رب العمـل علـى حيـاة العمـال، أو يفرضـه التعامل التجاري، كالتأمين على البضائع المستوردة إذا فتح المستورد اعتماداً، إلا إذا أمـن المستورد عليها لتكون ضماناً للاعتماد المصرفي.

وهكذا أصبحت شركات التامين تفرض أقساطاً عالية وتجني أرباحاً باهظة، استغلالاً لحاجة الناس واضطرارهم، طمعاً في زيادة الربح الذي أصبح هو هدف شركات التأمين.

ملاحظات تكشف عن نظام التأمين وأهم قواعده القانونية:

١) يجب التمييز بين نظام التأمين القانوني وعقود التأمين:

- فنظام التأمين هو قواعد قانونية موضوعية يقصد بها في التشريع فسح المجال للتعاون على تفتيت آثار المخاطر المختلفة، وإزالتها عن عاتق المصاب، وذلك بطريق التعاقد بين جهتين.
- مؤمن يلتزم بتعويض المصاب عن الأضرار التي تلحقها به الحوادث المؤمن منها.
- ومستأمن يلتزم بقسط من المال يدفعه للجهة المؤمنة لقاء التزامها بالتعويض إليه إذا وقع الحادث الخطر الاحتمالي.

أما عقود التأمين، فهي تلك العقود الفعلية التي تعقد بين المستأمنين والجهات المؤمنة لهم، تطبيقا لنظام التأمين، واستفادة منه. وهذه العقود قد يشتمل كل عقد منها على خلاف ما يشتمل عليه عقد آخر من شروط والتزامات قد تكون موافقة لقواعد النظام، فتقبل، وتنفذ، أو تكون مخالفة له ترفض، وتبطل، أو تكون تعسفية فيعطي القانون القضاء حق تعديلها عند الاقتضاء.

٢) إن في نظام التأمين على الأموال مبدأً قانونياً لا يجوز الخروج عليه في أيه حال، وهو أن الضمان عقد تعويض يقصد به تعويض المستأمن عن الخسارة الحقيقية التي أصابته فقط، إي التي وقعت له بالفعل، فلا يجوز له أن يحقق من وراء ذلك أي ثراء، ولولا ذلك لأصبح هلاك البضاعة المؤمن عليها خيراً من سلامتها، وفي هذا محاذير لا يمكن إقرارها.

٣) إن الأسس الفنية للتأمين تستند كلها إلى محور واحد، وتدور عليه، هو تحقيق التضامن بين جماعة من الناس، تتهددها مخاطر واحدة. حتى لقد وصف التأمين

وصفاً حقاً بأنه هو (فن التضامن) وهذا التضامن يقتضي ثلاثة أمور هي: أ) تعاون المستأمنين ب) والمقاصة بين المخاطر جـ) والاستعانة بالإحصاء المنظم.

وهذا التعاون تختلف درجة ظهوره بحسب شكل التأمين.

ففي التأمين التبادلي تبرز فكرة التعاون الخالصة بصورة مباشرة سافرة، أما في التأمين الاسترباحي بقسط (وهو الشائع)، فإن التعاون فيه يتحقق بصورة غير مباشرة، وذلك عن طريق المقاصة بين التعويضات التي تدفعها الشركة عند تحقق الأخطار المؤمن منها وبين الأقساط التي تحصلها من المستأمنين.

أي أن التعويض في الحقيقة كأنما يدفعه مجموع المستأمنين إلى المتضرر من بينهم عن طريق رصيد الأقساط لدى الشركة، وهذا هو الأساس التضامني التعاوني في نظام التأمين، وهو أهم ما يميزه عن القمار.

٤) إن الفكرة التعاونية في نظام التأمين يتوصل إليها عن طريق تجزئة المصائب وتوزيع نتائجها على أكبر عدد ممكن، فبقدر ما يزداد عدد المستأمنين تزداد تجزئة الأضرار وتوزيعها، فهي عملية تفتيت وتشتيت للأضرار المؤمن منها، حتى أن هذا التشتيت قد ابتكرت له وسائل تكاد تصل به إلى درجة التلاشي عن طريق ما يسمونه إعادة التأمين، حيث تلجأ شركة التأمين نفسها إلى التأمين، مما يلحقها من تعويضات لدي شركات عالمية كبرى.

٥) إن التأمين من المسئولية نوع مهم شائع واسع النطاق، ويمكن قانونا أن يرد على كلتا المسئوليتين الجنائية عن الفعل الصادر من المؤمن له، ولا على المسؤولية المدنية الناشئة من خطأ العمد وغشه كيلا يكون التأمين في هذه الحلات مدخلا لا ارتكاب الجريمة أوالغش، أو تعمد الخطأ الموجب لإحدى المسئوليتين العقدية أو التقصيرية، فالتأمين من المسئولية في حدوده القانونية هذه تضمن المؤمن الأضرار التي تلحق المستأمن من مسئوليته المدنية (أي المالية) لمسئولية صاحب السيارة مثلا تجاه المتضررين بحوادثها دون المسئولية الجنائية.

فالتأمين من المسئولية ينفع المتضررين من الحوادث بما يحققه من تعويض، ولو كان المسئول عن الحادث فقيرا معسرا، والتعويض كبيرا كما أنه ينفع المسئول القانوني الذي قد تثقله المسئولية بضخامة التعويض.

٦) يكون محلا صالحا للتأمين في النظر القانوني كل مصلحة اقتصادية مشروعة تعود على الشخص من عدم وقوع خطر معين، ونشمل ذلك سلامة الإنسان في نفسه وفي أمواله وسائر حقوقه، وسلامة كل من لهم به صلة من جميع الكوارث والأخطار، فيدخل فيه التأمين على الحياة، والتأمين من الحريق، والغرق، والقوى القاهرة، ومن السرقة ومن كل أنواع العدوان التي تقع من الغير، وأنواع المضار التي تقع قضاءً وقدراً سواء ما سبق استثناءه من المسئولية الجنائية والمسئولية المدنية (أي المسئولية الحقوقية بالمال) عن العمد والغش الصادرين من المسئول نفسه.

٢,٢ أساسيات في التأمين التعاقدي

أولاً: تعريف التأمين التعاقدي:

هو تحويل الآثار للأخطار التي يتعرض لها الأفراد والمنشآت، إلى جهات متخصصة في تحمل هذه الأخطار نظير دفع مقابل.

ثانياً: الآثار الاقتصادية والاجتماعية لمنشآت التأمين:

١) تساعد شركات التأمين على تجميع المدخرات واستثمارها في مختلف الأنشطة الاقتصادية.
٢) يساعد التأمين الأفراد ويشجعهم على اقتحام ميادين الصناعة والتجارة دون خوف من الخسائر المحتملة أن تلحق بهم.
٣) تساهم شركات التأمين مساهمة فاعلة في تقليل الحوادث عن طريق دراستها لأسباب الحوادث، وتوجيه المؤمن لهم إلى أساليب تلافيها.
٤) يساهم التأمين في زيادة حركة الائتمان عن طريق التأمين على حياة المدينين لصالح الدائنين.
٥) يساهم التأمين في استمرار حركة المنشآت التي تتعرض لحوادث عن طريق تعويضها عن الخسائر التي تلحق بها.
٦) يساهم التأمين في إبعاد القلق عن الأفراد وجعلهم مطمئنين.

ثالثاً: أنواع التأمين التعاقدي:

يمكن تقسيم أنواع التأمين التجاري إلى الأنواع الآتية بجانب التأمين على الحياة:

١) التأمين من الحريق: يغطي الأخطار الناشئة عن الحريق، فيعوض المؤمن له عن الخسائر التي نشأت نتيجة الحريق.
٢) التأمين من خيانة الأمانة: يعوض المؤمن له عن خسائر الناتجة عن اختلاس موظفيه لأمواله.
٣) تأمين المسئولية المدنية: يعوض المؤمن له عن المبالغ التي يلتزم بدفعها للغير نتيجة إهماله أو إهمال موظفيه.
٤) التأمين من حوادث وإصابات العمل: يعوض المؤمن له عن المبالغ التي يلتزم بدفعها لموظفيه نتيجة إصابتهم أثناء العمل أو بسببه.

٥) التأمين من السرقة: يعوض المؤمن له عن الخسائر الناشئة عن سرقة ممتلكاته.

٦) التأمين البحري: يغطي هذا التأمين المخاطر التي تتعرض لها السفن أثناء تشـييدها أو تشغيلها، ويغطي أيضا الشحنات التي تحملها السفن.

رابعاً: الأخطار القابلة للتأمين:

الشروط العامة لجعل الخطر قابلاً للتأمين:

أ. أن يكون تحقق الخطر أمرا احتماليا:

أي أن خسارة يجب أن تكون محتملة الوقوع وفي نفس الوقت محتملة عدم الوقوع.

ب. الا يخضع الخطر في تحقيقه لإرادة المؤمن له:

حيث يُعفى المؤمن من دفع التعويض إذا افتعل المؤمن لـه تحقـق الخطـر، فمـثلا لا يدفع المؤمن التعويض في حالة التأمين من الحريق إذا تسبب المؤمن له عامـدا في الحريـق، كما أن القانون يعفي رب العمل والمؤمن من تعويض إصابة العامل الذي يتسبب عامـداً في إصابة نفسه.

ج. أن يكون تحقق الخطر أمرا مستقبلا:

فليس من المنطق التأمين على خطر يكون قد زال، مثـل التـأمين علـى سـفينة في رحلة معينة إذا كانت قد وصلت فعلا إلى ميناء الوصول أو التأمين من خطر تَحقّق فعلاً.

ح. وجود مصلحة تأمينية للمؤمن له:

إي يجب أن يكون للمؤمن له مصلحة مالية مشروعة في الشيء موضوع التأمين، بحيث تحدث خسارة مالية نتيجة لتحقق الخطـر، ويكـون لـه منفعـة ماليـة في عـدم تحقـق الخطر. لذا لا يمكن للفرد أن يؤمن على ممتلكات غيره، إذا لم يكـن لـه مصـلحة تأمينيـة، كأن يكون مقيما بها أو دائنا مرتهناً له.

خامساً: الشروط الفنية التي يراعيها المؤمن:

أ. انتشار الخطر وعدم تركزه:

وذلك يعني أن يكون الخطر موزعا على عدد كبير من الوحدات، وأن تكون هذه الوحدات المؤمنة منتشرة في مناطق جغرافية متعددة.

ب. إمكانية إثبات تحقق الخطر:

حيث يكون الخطر من النوع الذي يمكن إثبات وقوع الخسارة فيه، وتحديد وقت حدوث هذه الخسارة.

ج. إمكانية حساب احتمال تحقق الخطر:

حيث تتوقف قيمة القسط الكافي الذي يطلبه المؤمن على إمكان تقدير الخطر كميا، فإذا كان لدي المؤمن إحصائيات من خبرته السابقة، أو خبرة غيره، تبين احتمال حدوث الخسارة، فإنه ممكن حساب القسط الكافي الذي يطلبه، فإذا بينت إحصائيات المؤمن أنه من بين كل مائة منزل يؤمن عليها من الحريق يحدث حادث حريق واحد يستطيع حساب القسط الكافي بواحد في المائة من مبلغ التأمين، ويضاف إلى ذلك المبالغ التي تغطي المصروفات الإدارية والأرباح.

د. أن تكون الخسارة مالية:

ولذا فإن التأمين لا يكون إلا بالنسبة للأخطار التي تنشأ عنها خسائر مالية فقط، ولا تؤمن الخسائر المعنوية أو العاطفية التي تنشأ عنها خسائر أخرى غير مالية.

٣,٢ المبادئ الأساسية لعقود التأمين

أ. منتهى حسن النية.
ب. المصلحة التأمينية.
ج. التعويض.
د. المشاركة في التأمين.
هـ. الحلول في الحقوق.

أولاً: مبدأ منتهى حسي النية:

تعريفه:

يجب أن يتوافر منتهى حسن النية في عقود التأمين بين طرفي العقد بعنى:

- يجب أن تكون البيانات التي يعطيها كل طرف للآخر صحيحة ودقيقة.

- ألا يخفي أي طرق حقائق أو بيانات جوهرية وإلا اعتبر العقد باطلاً (تعمد إخفاء بيانات)، أو قابل للبطلان (سهو أو حسن نية)، والمقصود بالبيانات (الأمور الجوهرية).
- البيانات التي يجب أن يعرفها المؤمن عند إبرام التعاقد، والتي إذا عرفها فإنها قد تؤثر على:
  - قراره بقبول التأمين أو رفضه.
  - تقديره لقيمة قسط التأمين.
  - فرضه لشروط خاصة.
  - يجب على المؤمن أن يبذل كافة الجهود للتحري عن صحة البيانات.

- **الإخلال بمبدأ منتهى حسن النية:**
  - ايجابياً: (ذكر بيانات)
    أ. غير صحيحة (لا يعلم بعدم صحتها)، (قابل للبطلان).
    ب. كاذبة، (ويعلم بكذبها)، (العقد الباطل).
  - سلبياً (إخفاء بيانات):
    أ. عن قصد (العقد الباطل).
    ب. من غير قصد (قابل للبطلان).
- مبدأ منتهى حسن النية والتأمين الإجباري:
- التأمين الإجباري ليس لصالح المؤمن له، وإنما لتأمين طرف ثالث.
- القانون يلزم المؤمن بدفع التعويض للمستفيد، وله الحق في الرجوع على المؤمن له في حالة إثبات سوء نية المؤمن له.

ثانياً: مبدأ المصلحة التأمينية:

تعريفه:

الخطر المؤمن منه: يقع ← يؤدي إلى خسارة مالية للمؤمن له
يقع ← يؤدي إلى منفعة مالية للمؤمن له

الشروط الواجب توفرها:

١. أن تكون المصلحة اقتصادية في تأمين:

أ. الممتلكات (وقوع الخطر يؤدي إلى خسارة مالية للمؤمن له).

ب. الأشخاص (يكفي المصلحة العاطفية لدفع المؤمن التعويض للمستفيد دون إثبات الضرر المادي).

٢. أن تكون المصلحة مشروعة:

- لا يجوز التأمين على البضائع المسروقة أو المهربة أو الممنوعة.

٣. أن يستمر وجود المصلحة التأمينية لحين تحقق الخطر.

أ. تأمين الممتلكات (يجب استمرارها).

ب. تأمين الأشخاص (يكفي وجود المصلحة التأمينية فقط عند بداية العقد).

أغراض اشتراط المصلحة التأمينية:

١. تمثل الحد الأقصى لقيمة التعويض:

مثال: في حالة هلاك عقار المرتهن لا يأخذ قيمة العقار بل يأخذ بقدر الدين فقط.

٢. منع التعويض على ارتكاب الجرائم:

لأن التأمين على شخص ليس له فيه مصلحة مالية أو عاطفية، قد يؤدي إلى محاولة القتل.

٣. البعد بعقد التأمين عن المغامرة.

أ. هدف التأمين تعويض خسارة مالية.

ب. هدف المغامرة الربح.

المصلحة التأمينية في التأمين على الحياة:

- للفرد التأمين على حياته بالمبلغ الذي يريده ولمصلحة من يريد.
- للدائن مصلحة تأمينية في حياة مدينة في حدود عقد الدين فقط.
- للعامل مصلحة تأمينية في حياة رب العمل في حدود عقد العمل بينهما.
- لرب العمل مصلحة تأمينية في حياة الأفراد الذين يتوقف عليهم نجاح عمله.

ثالثاً: مبدأ التعويض:

تعريفه:

الغرض الأساس للتأمين – باستثناء تأمين الأشخاص– هو تعويض المؤمن له عما لحقه من خسارة مالية نتيجة وقوع الخطر المؤمن منه.

بمعنى أنه:

يجب ألا يحقق المؤمن له أي ربح بحصوله على التعويض في حالة وقوع خطر المؤمن منه يؤدي إلى:

افتعال تحقق الخطر وعدم الاحتياط ضد وقوع الخطر.

- التعويض في أنواع التأمين:

أشخاص (حياة – حوادث شخصية):

يلتزم المؤمن بدفع قيمة مبلغ التأمين إذا وقع الخطر المؤمن منه سواء لحق بالمستفيد ضرر، أم لا، وبصرف النظر عن قيمة الخسارة.

- مسئولية مدنية (قيمة التعويض تدفع للشخص الذي وقع عليه الضرر من المؤمن له).

وهذا يحدده:

(أ) القانون

(ب) أحكام المحاكم

(ج) ممتلكات:

يتم تعويض المؤمن المستأمن (على أساس سعر الاستبدال) وإلا يحقق المؤمن له أي ربح من التعويض.

التعويض العيني:

يتم تعويض المؤمن له تعويضاً عينياً (إصلاح سيارة)، بدلا من دفع تعويض نقدي ويساعد ذلك على:

١. حسم الخلاف بين المؤمن والمستأمن في تحديد قيمة التعويض.

٢. تجنب افتعال تحقق الخطر (صرف بضاعة راكدة – تعويضها من نفس النوع)

شروط النسبية:

وفيها ينص في عقد التأمين أن المؤمن له يتحمل نسبة من الخسارة وذلك في حالة التـأمين بمبلغ ناقص (اقل من قيمة الشيء موضوع التأمين)

مزاياه:

١. مراعاة المؤمن له التأمين بمبلغ كافٍ

٢. زيادة أقساط شركة التأمين

لماذا؟

التأمين بمبلغ الكفاية ؟!

- صعوبة التنبؤ بأسعار الأشياء المؤمن عليها عند وقوع الحادث، نظراً لاحتمال تقلبات الأسعار، واحتمال زيادتها عند تحقق الخطر.

مبدأ المشاركة في التأمين:

المشاركة (لا تنطبق في حالة تأمين الأشخاص والمسئولية).

أ. وثائق متوافقة:

مؤمن أ(بضاعة) مؤمن ب(بضاعة) مؤمن جـ(بضاعة).

أ) تأمين كافٍ وفوق الكافي (مبلغ التأمين مسأوٍ لقيمة الشيء المؤمن عليه أو اكبر).

ب) تأمين ناقص (مبلغ التأمين أقل من قيمة الشيء المؤمن عليه)

شروط النسبية:

شروط عدم النسبية:

أ. وثائق غير متوافقة:

مؤمن أ. (بضاعة وآلات) مؤمن ب. (بضاعة فقط).

الشروط النسبية:

الشروط غير النسبية:

مبدأ الحلول في الحقوق:

تعريفه:

المؤمن يحل محل المؤمن له في جميع حقوقه قبل الغير بعد دفعه التعويض، بشـرط ألا يزيد ما يحصل عليه المؤمن على قيمة التعويض الذي دفعه فعلاً.

الغرض منه:

إجبار الفرد المهمل على دفع الأضرار التي تسبب عنها بشـرط ألا يزيـد مـا يحصـل عليه المؤمن على قيمة التعويض الذي دفعه فعلاً.

أمّا أذا حصل المؤمن على مبلغ اكبر من التعويض فيرد الفـرق إلى المـؤمن لـه ولا يطبـق مبدأ الحلول في تأمينات الأشخاص.

حيث إن للمستفيد الحق في الحصول على قيمة التـأمين مـن المـؤمن، والحصـول على التعويض من الفرد الذي تسبب في وفاة المؤمن له أو إحداث ضرر.

ووفقاً للمبادئ السابقة يتم احتساب التعويض الذي تدفعه شـركات التـأمين مـن خـلال مجموعة من القواعد، كما يتضح من الأمثلة الرقمية التالية:

قواعد عامة لتمارين التأمين:

- المؤمن: نقصد به شركة التأمين.
- المؤمن له: التاجر أو رجل الأعمال.
- لا يمكن لمؤمن أن يدفع تعويض يفوق قيمة المبالغ المؤمن بها لديه.
- المؤمن له لا يمكن أن يحقق أرباحا من عملية التأمين.

جميع قوانين المشاركة في التأمين

= الخسارة × مبلغ التأمين ÷ قيمة الشيء المؤمن عليه (القانون الأول)

و

الخسارة × مبلغ التأمين ÷ مجموع مبالغ التأمين (القانون الثاني)

وهناك جزءان: الأول الوثائق المتوافقة (٣ حالات)

الحالة الأولى: التأمين الكافي:

مجموعة مبالغ التأمين متساوية تماما لقيمة الشيء المؤمن عليه، ويتم حساب التعويض الذي يتحمله كل مؤمن باستخدام القانون الأول.

التمرين الأول:

أمنّ تاجر على بضاعة قيمتها ١٠٠،٠٠٠ ج لدي ثلاثة مؤمنين كما يلي:

المؤمن أ ٥٠،٠٠٠ج

المؤمن ب ٣٠،٠٠٠ج

المؤمن ج ٢٠،٠٠٠ج

والمطلوب حساب نصيب كل مؤمن من التعويض في الحالات التالية:

١. هلاك البضاعة كلها.
٢. هلاك ما قيمته ٥٠،٠٠٠ج من البضاعة.

الخسارة الكلية:

مبلغ التع = الخسارة الكلية × مبلغ التأمين / قيمة الشيء المؤمن عليه

أ. = ١٠٠،٠٠٠ × ٥٠،٠٠٠ / ١٠،٠٠٠ = ٥،٠٠٠

ب. = ١٠٠،٠٠٠ × ٣٠،٠٠٠ / ١٠٠،٠٠٠ = ٣٠،٠٠٠

ج. = ١٠٠،٠٠٠ × ٢٠،٠٠٠ / ١٠٠،٠٠٠ = ٢٠،٠٠٠

مبلغ التعويض مساوٍ تماما لقيمة الخسارة ١٠٠,٠٠٠

الخسارة الجزئية: ٥٠,٠٠٠ ج من البضاعة

أ- = ٥٠،٠٠٠ × ٥٠،٠٠٠ / ١٠٠،٠٠٠ = ٢٥،٠٠٠

ب = ٥٠،٠٠٠ × ٣٠،٠٠٠ = ١٥،٠٠٠

١٠٠،٠٠٠

ج = ٥٠،٠٠٠ × ٢٠،٠٠٠ = ١٠،٠٠٠

١٠٠،٠٠٠

مبلغ التعويض مساوٍ تماما لقيمة الخسارة = ٥٠،٠٠٠

الحالة الثانية: التأمين الزائد:

مجموع مبالغ التأمين أعلى من قيمة الشيء المؤمن عليه، ويتم حساب التعويض الذي يدفعه كل مؤمن بالقانون الثاني.

مبلغ التعويض = الخسارة × مبلغ التأمين

مجموع مبالغ التأمين

التمرين الثاني:

أمن تاجر على بضاعة قيمتها ٨٠،٠٠٠ج كما يلي:

٥٠،٠٠٠ لدي المؤمن أ

٣٠،٠٠٠ على المؤمن ب

٢٠،٠٠٠ لدي المؤمن ج

والمطلوب:

حساب نصيب كل مؤمن في التعويض في الحالات التالية:

هلاك البضاعة كلها:

هلاك جزء من البضاعة قيمته ٥٠،٠٠٠.

الحل:

الهلاك الكامل:

أ = ٨٠،٠٠٠ × ٥٠،٠٠٠ = ٤٠،٠٠٠

١٠٠,٠٠٠

= ٨٠،٠٠٠ × ٣٠،٠٠٠ = ٢٤،٠٠٠

١٠٠،٠٠٠

= ٨٠،٠٠٠ × ٢٠،٠٠٠ = ١٦،٠٠٠
١٠٠،٠٠٠

مبلغ التعويض متساوٍ تماما لقيمة الخسارة = ٨٠،٠٠٠

هلاك جزئي:

= ٥٠،٠٠٠ × ٥٠،٠٠٠ = ٢٥،٠٠٠
١٠٠،٠٠٠

= ٥٠،٠٠٠ × ٣٠،٠٠٠ = ١٥،٠٠٠
١٠٠،٠٠٠

= ٥٠،٠٠٠ × ٢٠،٠٠٠ = ١٠،٠٠٠
١٠٠،٠٠٠

مسأوي تماما لقيمة الخسارة = ٥٠،٠٠٠

الحالة الثالثة: التأمين الناقص:

مجموع مبالغ التأمين أقل من قيمة الشيء المؤمن عليه، وهنا يجب التفرقة بين نـوعين مـن الوثائق هما:

النوع الأول: وثائق نسبية أي الوثيقة تتضـمن شـرط النسـبية، أي أن المـؤمن لـه سـوف يتحمل نسبة من الخسارة، لأننا نفترض أنه مؤمن لدي نفسه بقيمة الفرق. ويـتم حسـاب التعويض باستخدام القانون الأول.

النوع الثاني: وثائق لا نسبية إي أن الوثيقة لا تتضمن شروط النسبية، مما يعني أن المـؤمن له لا يتحمل نسبة من الخسارة بشرط أن المؤمن لا يدفع أكثر من المبلغ المـؤمن بـه لديـه، وفي هذه الحالة يتم حساب التعويض بالقانون الثاني.س.

التمرين الثالث:

أمن تاجر على بضاعة لديه قيمتها ١٠٠،٠٠٠ ج لدي ثلاثة مؤمنين

٢٠،٠٠٠ لدي المؤمن أ

٤٠،٠٠٠ لدي المؤمن ب

٢٠،٠٠٠ لدي المؤمن ج

والمطلوب:

حساب نصيب كل مؤمن من التعويض في الحالات التالية:

١. هلاك البضاعة كليا.
٢. هلاك جزء من البضاعة قيمته ٥٠،٠٠٠ ج.

مرة بفرض أن الوثيقة تتضمن شروط نسبية ومرة أخرى بفرض أن الوثيقة لا تتضمن شروط النسبية.

الحل:

الوثيقة تتضمن الشروط النسبية

القانون الأول:

مبلغ التعو = الخسارة × مبلغ التأمين / قيمة الشيء المؤمن عليه

الهلاك الكلي:

أ) = ١٠٠،٠٠٠ × ٢٠،٠٠٠ / ١٠٠،٠٠٠ = ٠٠

ب) = ١٠٠،٠٠٠ × ٤٠,٠٠٠ / ١٠٠،٠٠٠ = ،٠٠٠

جـ) = ١٠٠،٠٠٠ × ٢٠،٠٠٠ / ١٠٠،٠٠٠ = ٠٠

مجموع مبالغ التعويض ٨٠،٠٠٠ بينما قيمة الخسارة ١٠٠،٠٠٠، مما يعني أن المؤمن له سوف يتحمل من الخسارة قيمتها ٢٠،٠٠٠

الهلاك الجزئي:

أ) = ٥٠،٠٠٠ × ٢٠،٠٠٠ / ١٠٠،٠٠٠ = ١٠,

ب) = ٥٠،٠٠٠ × ٤٠،٠٠ / ١٠٠،٠٠٠ = ٠٠٠

ج) = ٥٠،٠٠٠ × ٢٠،٠٠٠ / ١٠٠،٠٠٠ = ٠٠٠

= ٤٠،٠٠٠

الخسارة = ٠

يتحمل المؤمن له = ج

الوثيقة لا تتضمن شروط النسبية

القانون الثاني:

مبلغ التعويض = الخسارة × مبلغ التـأمين / مجموع مبالغ التأمين

الهلاك الكلي:

أ) = ١٠٠،٠٠٠ × ٢٠،٠٠٠ / ٨٠،٠٠٠ = ٠٠٠

ب) = ١٠٠،٠٠٠ × ٤٠،٠٠٠ / ٨٠،٠٠٠ = ٠٠٠،٥

ج) = ١٠٠،٠٠٠ × ٢٠،٠٠٠ / ٨٠،٠٠٠ = ٠٠٠،

= ١٠٠،٠٠٠

النتيجة غير منطقية، لأن شركة التأمين يجب ألاّ تدفع أكثر من المبالغ المؤمن بها لديها، وبالتالي كل شركة سوف تدفع المبلغ المؤمن به لديها ويتحمل المؤمن له الباقي:

(أ) يدفع ٢٠,٠٠ (ب) يدفع ٤٠,٠٠ (جـ) يدفع ٢٠,٠٠

الهلاك الجزئي:

أ) = ٠٠٠،٢٠ × ٠٠٠،٥٠ = ٥٠
٠٠٠،٨٠

ب) = ٠٠٠،٤٠ × ٠٠٠،٥٠ = ٠٠٠
٠٠٠،٨٠

جـ) = ٠٠٠،٢٠ × ٠٠٠،٥٠ = ٥٠٠،١٢
٠٠٠،٨٠

= ٠

٣. إعادة التامـين

١. في بعض الأحيان يطلب من شركة التأمين على أخطار التأمين **بمبلغ كبير يفوق قدراتها المالية**، فإن تحقق الخطر تعذر دفع مبالغ ضخمة كتعويضات، لذا فهي تقوم بإعادة تأمين جزء من الأخطار لدي مؤمنين آخرين.

٢. أو قد يطلب من مؤمن **التأمين على عدة أخطار متركزة في منطقة واحدة**، ويقوم بإعادة تأمين لجزء منها لدي مؤمنين اخرين.

٣. اذا تحقق الخطر يقوم المؤمن الأصلي وهيئة إعادة التأمين **بالاشتراك في دفع قيمة التعويض**.

٤. **قد يكون موضوع الخطركبير**، فيقوم المؤمن الأصلي بإعادة تأمين الفائض عند عدة مؤمنين.

مزايا إعادة التأمين:

- يعطي إعادة التأمين استقراراً مالياً لهيئات التأمين لعدم تعرضها لخسائر فادحة دفعة واحدة.
- يستطيع المؤمن له أن يتعاقد مع مؤمن واحد بمبلغ كبير، بدلا من تعاقده مع عدة مؤمنين.
- يغطي المؤمن له الأخطار بسرعة، مع مؤمن واحد، ويعتبر ذلك ضرورياً في الأعمال التجارية.
- يكون إعادة التأمين مفيدة للمنظمات التي تعتمد على التأمين الذاتي، حيث تؤمن الخسارة التي تزيد عن مبلغ معين مع هيئة إعادة التامين.

النواحي الواجب دراستها عند تحدبد مبلغ إعادة التأمين:

- لا بد أن يؤخذ في الحسبان رأسمالية واحتياطاته فإذا كانت كبيرة أمكنه التأمين على أخطار بمبالغ كبيرة وإذا كانت قليلة فلابد أن يقوم بإعادة التأمين.
- أذا كان الشيء المؤمن عليه احتمال تحقيق الخطر فيه قليل، فلا داعي للقيام بإعادة التأمين.
- أذا كانت الوحدات المتشابهة المؤمن عليها كبيرة، فلا يقوم بإعادة التأمين أما إذا كانت هذه الوحدات قليلة فلا بد من القيام بإعادة التأمين.
- إذا كان الخطر متركزاً في منطقة معينة، فلا بد من إعادة التأمين، وإذا كانت الأخطار منتشرة جغرافياً، فلا داعي لإعادة التأمين عليها.

أنواع عقود إعادة التأمين:

أولاً: الطريقة الاختيارية:

في هذه الطريقة لا يكون المؤمن مرتبطاً بهيئة معينة يعيد لديها التأمين، ويقوم بدراسة كل حالة على حدة، فيقدر ما إذا كان سيحتفظ بالعملية كلها لنفسه أو يعيد تأمين جزءاً من المبلغ.

وتتلخص إجراءات هذه الطريقة في الآتي:

أولاً: يكتب المؤمن الأصلي الذي يريد إعادة التأمين بيانات العملية التي يريد إعادة التأمين لجزء منها على إشعار خاص، ويرسل هذا الإشعار إلى الهيئات التي يرغب في إعادة التأمين بها.

ثانياً: يرسل المؤمن الأصلي طلب إعادة التأمين إلى كل من الهيئات التي وفعّت على الإشعار السابق، متضمناً كافة البيانات المتصلة بالخطر المعاد تأمينه.

ثالثاً: تصدر كل هيئة إعادة تأمين إلى المؤمن الأصلي مذكرة تتضمن قبولها تغطية الخطر، كما ترسل بعد ذلك وثيقة تأمين متضمنة كافة الشروط لإعادة التأمين.

مزايا الطريقة الاختيارية:

١. يحدد المؤمن الأصلي العقود التي يحتفظ بها، والعقود التي يريد إعادة تأمين جزء منها، وكذلك يحدد المبلغ الذي يعيد التأمين به، فهو ليس مجبراً على إعادة تأمين حصة من كل عملية.

٢. تكون لدي المؤمن الفرصة للإنفاق مع هيئات التأمين الأخرى للتعامل على أساس التبادل.

عيوب الطريقة الاختيارية:

- إن إجراءات هذه الطريقة مطولة، وتستنفد الكثير من الوقت والمصروفات الإدارية.
- قد يضيع على المؤمن الأصلي عقد كبير، نتيجة انتظاره لإتمام إجراءات إعادة التأمين قبل التعاقد مع المؤمن له.
- إن المؤمن الأصلي قد يتعاقد مع المؤمن عليه قبل انتهاء إجراءات إعادة التأمين، خوفاً من فقده للعملية، ويكون في هذه الحالة معرضاً للخسارة الفادحة إذا تحقق الخطر المؤمن منه قبل تغطية المؤمن الأصلي بإعادة التأمين.

ثانياً: طرق إعادة التأمين الإجباري بالاتفاقية:

أولا: طريقة إعادة التأمين نسبة ثابتة من كل عقد إلى هيئة إعادة التأمين:

- يتنازل المؤمن عن نسبة ثابتة من كل عقد إلى هيئة إعادة التأمين.

- في حالة حدوث الخسارة يشترك المؤمن مع هيئة إعادة التأمين في دفع التعويض بحسب نسبة التأمين بينهم.
- يعاب على هذه الطريقة اضطرار المؤمن إلى إعادة التأمين على كل عقد يحصل عليه، حتى ولو كان قادراً على تأمينه بالكامل.

ثانيا: إعادة تأمين الفائض من الخطر:

- للمؤمن حرية تحديد الجزء الذي يعيد تأمينه لدي هيئة إعادة التأمين.
- قد يرى المؤمن الاحتفاظ بكل عقد، أو قد يرى إعادة تأمين جزء معين من العقد.
- فإذا جاء عقد للمؤمن ب ١٠٠،٠٠٠ جنيه فقد يرى الاحتفاظ به كاملاً أو إعادة تأمين ٢٠٠،٠٠٠ جنيه مثلاً.

ثالثا: إعادة تأمين الزائد من الخسارة:

- يحدد المؤمن حداً أقصى للخسارة يمكن أن يتحمله، وإذا حدث وزادت الخسارة عن هذا الحد، تقوم هيئة إعادة التأمين بدفع المبلغ الزائد.
- فمثلاً إذا حدد المؤمن ٣٠٠٠ ج كحد أقصى، يمكن أن يتحمله، فإذا حدث خطر تحقق عنه خسارة ٥٠٠٠ ج تتحمل هيئة إعادة التأمين فرق ٢٠٠٠ ج.
- يفيد هذا النوع من إعادة التأمين في حالة التأمين من المسؤولية المدنية، حيث أن مقدار الخسارة لا يحدد مسبقاً ولا يمكن التنبؤ به.

الفرق بين الطريقة الاختيارية والطريقة الإجبارية:

١. في الطريقة الاختيارية يكون للمؤمن الأصلي الحرية في إعادة التأمين، أو عدم إعادته أما في الطريقة الإجبارية فيكون ملتزماً بإعادة تأمين حصة معينة حسب الاتفاق ونفس الكلام ينطبق على هيئة إعادة التأمين ذاتها.
٢. تكاليف إعادة التأمين في الطريقة الاختيارية تكون أكبر منها في الطريقة الإجبارية.

٤. هيئات التأمين

٤, ١ هيئات التأمين التبادلي

وهي هيئة أو جمعية تتكون من مجموعة من الأفراد أو المنشآت التي تتعرض لنفس النوع من الخطر، فإذا أصابت الخسارة أحد الأعضاء عوضه الأعضاء الآخرون كل منهم بنسبة معينة يتفق عليها.

طريقة التكوين والإدارة:

يكون للهيئة نظام داخلي يحدد الأخطار المؤمن منها، وطريقة دفع التعويض، وطريقة انسحاب العضو من الهيئة. ويقوم الأعضاء أنفسهم بإدارة الهيئة عن طريق انتخاب لجنة أو مجلس من بين مجموعة الأعضاء لإدارة هذه الهيئات.

أشكال هيئات التأمين التبادلي:

- **الهيئات ذات الحصص:**

وفي هذا النوع من الهيئات لا تدفع أقساط، وإنما تحدد حصة كل عضو في الخسارة التي تقع، وللعضو الحق في الانسحاب من العضوية في أي وقت، ولكنه يلتزم بدفع نصيبه من الخسائر التي تتحقق فعلاً قبل انسحابه.

- **الهيئات ذات الأقساط المتقدمة:**

تتشابه هذه الهيئات مع شركات التأمين التجاري في أن العضو يدفع قسطاً مقدماً لمواجهة المصروفات الإدارية، والخسائر التي يحتمل أن تتحقق، ولكن هذه الهيئات تتقاضى قسطاً أكبر من القسط الذي تتقاضاه هيئات التأمين التجاري بحيث يردون الفائض بعد تغطية المصروفات والتعويضات وتكوين الاحتياطات إلى الأعضاء في صورة أرباح.

مزايا التأمين التبادلي:

١. تحقيق اقتصاد كبير في تكاليف خدمة التأمين.
٢. يقل خطر الغش والتضليل في عملية التأمين.
٣. يقل عنصر الخداع والتضليل من جانب المؤمن لهم، لأن الأعضاء يعرفون بعضهم البعض.

عيوب التأمين التبادلي:

١. لا يتحقق قانون الأعداد الكبيرة إذا كان عدد الأعضاء محدوداً.

٢. لا تحقق ميزة أن المؤمن له يتحمل خسارة صغيرة مؤكدة بدلاً من خسارة كبيرة غير مؤكدة، وذلك لأن نصيب العضو من الخسارة يكون بقدر ما يتحقق من خسارة لباقي الأعضاء.

٢,٤ المشروعات الفردية والتأمين بالاكتتاب

المشروعات الفردية وتتميز هذه المشروعات بالخصائص الآتية:

- تقوم بممارسة نشاطها في فرع واحد أو عدد قليل من فروع التأمين.
- تمارس نشاطها في منطقة جغرافية محدودة.
- يقوم المالك بإدارة المشروع بالاستعانة بالخبراء.
- ليس هناك أنفصالاً بين الملكية والادارة.

المشكلات التي أدت إلى اختفاء المشروعات الفردية:

- **صعوبة توفير رأس المال الكافي**

حيث تتطلب هيئات التأمين وقوانين معظم الدول أن يكون رأس المال المدفوع لمزاولة العمل كبيراً.

- **زيادة حجم الخسائر**

وهنا نجد أن معظم الأفراد يمتنعون عن ممارسة أعمال التأمين، لأن خسائرها المالية التي تتحقق أصبحت جسيمة.

- **المتطلبات الإدارية:**

حيث تطلب إدارة مشروعات التأمين خبرة فنية عالية في مجالات كثيرة، وهذا مالا يتوافر في المشروعات الفردية.

- **التأمين بالاكتتاب:**

لا تقوم هيئات التـأمين بالاكتتاب بأعمال التأمين، وإنما يقـوم الأفـراد لحسـابهم ملتزمين بشروط الهيئة. وأهم هيئات التأمين بالاكتتاب في العالم هي هيئة "اللويدز".

شروط هيئة اللويدز:

١. **اقتناع لجنة اللويدز بحسن سمعة الأفراد** في المعاملة ومتانة مركزهم المالي.
٢. **إيداع العضو في صندوق** الهيئة ضماناً يتناسب مع الحد الأعلى لمبالغ التأمين التي يكتتب فيها، والتي لايجوز أن يتعداها.
٣. **قيام العضو بإنشاء صندوق خاص** لعمليات التأمين التي يكتتب فيها، يودع فيه حصيلة الأقساط وفوائد استثمارها.
٤. **يقوم مراجع حسابات مستقل بمراجعة حسابات الأعضاء**، ويقدم للهيئة تقريرا سنويا للتحقق من سلامة مراكزهم المالية، وسلامة العمليات التي يقومون بها.

طريقة التأمين لدي أعضاء اللويدز:

- **لا يجوز أن يتعاقد أعضاء هيئة اللويدز مع المؤمن لهم مباشرة**، ولكن يجب أن تقـدم لهم العملية في غرفة الاكتتاب عن طريق أحد السماسرة المعتمدين من لجنة اللويدز.
- **يكتب السمسار بطاقة يبين فيها تفصيلات الخطر** الذي يراد التأمين منه مـن حيـث نوعه، وموضوعه، والمبلغ الذي يراد التأمين به، والقيمـة الأصـلية للشـيء موضـوع التأمين.
- **تمرر البطاقة على الأعضاء**، ويكتب كل عضو النسبة التي يقبل أن يكتتـب فيهـا مـن الخطر، ويستمر تمرير البطاقة على الأعضاء حتى يكتتب في المبلغ بالكامل.
- **يدفع السمسار لكل عضو حصته التي اكتتب فيها إلى مجموع المبالغ المكتتب فيها.**
- **في حالة تحقيق الخطر ووقوع الخسارة يتحمل كل عضو حصـة مـن الخسـارة** بنسـبة المبلغ الذي اكتتب فيه إلى مجموع المبالغ المكتتب فيها.

٤,٣ الشركات المساهمة

تتكون هذه الشركات من عدد كبير من الأسهم، ويمتلكها الأفـراد، ويكـون كـل فرد من المساهمين مسئولاً مالياً عن دفـع قيمـة أسـهمه فقـط، كمـا تنفصـل الإدارة عـن الملكية.

الفروق بين هيئات التأمين التبادلي وشركات المساهمة:

- **من ناحية رأس المال:**

إن الشركات المساهمة لها رأس مال محدد، أما هيئات التأمين التبادلي فلـيس لهـا رأس مال وإنما يطالب العضو بحصته في الخسارة أول بأول.

- **من ناحية مسئولية الأعضاء:**

في الشركات المساهمة مسئولية المساهم محددة مقدما بقيمة أسهمه. كما أن المؤمن له في هذه الشركات يـدفع قسـطا مقـدما، ولا يـدفع أكثـر منـه. أمـا في هيئـات التـأمين التبادلي، فإن ما يدفعه العضو بصفته مؤمنا غير محـدد وإنمـا يتوقـف علـى الخسـائر الـتي تحدث لباقي الأعضاء. كما أن العضو بصفته مؤمناً له لا يدفع قسطاً محدداً ولكن مقابـل التأمين بالنسبة له هو ما يدفعه من حصص في خسائر الأعضاء الآخرين، وهـي معروفـة مقدماً.

- **من ناحية الربح:**

فإن هيئات التأمين التبادلي تتكون لغرض تعاوني، وليس بغرض تكـوين الـربح إما الشركات المساهمة تتكون بغرض تكوين الربح.

٤,٤ الهيئات الحكومية

- **قد تمارس الحكومة أعمال التأمين،** ويجوز لها أن تقوم بأي نوع من أنواع التأمين.
- **والدولة إذ تقوم بأعمال التأمين لا تهدف إلى تحقق الـربح،** وإنمـا تهـدف إلى تـوفير خدمة تأمينية معينة إلى أفراد الشعب، أو فئات معينة.
- **إن الدولـة تقـوم بتكليـف أحـد أجهزتهـا** بالقيـام بأعبـاء الإدارة، مثـل التأمينـات الاجتماعية التي تقوم بها هيئة الحكومة خاصة.

- **وقد تعهد الدولة إلى إحدى هيئات التأمين** بإدارة نوع معين من التأمين لحسابها.
- **إن التأمين الحكومي قليل التكاليف** من ناحية المصروفات الإدارية، لعدم حاجته إلى مندوبين أو منتجين.
- ونجد أنه من المفضل في المجتمعات الكبيرة أن يعهد بالتأمين إلى شركات تأمين متخصصة، إذ إن لديها الأجهزة الفنية للقيام بالخدمة التأمينية بشكل أفضل.

الحالات التي تقوم فيها المشروعات الحكومية بالتأمين:

- **عندما ترفض هيئات التأمين** التي تهدف إلى تحقيق ربح التأمين من أخطار معينة نظراً لان احتمال الخسارة فيها كبير، ولكن ترى الدولة أن تغطية هذه الأخطار مسألة حيوية مثل أخطار الحروب.
- **عندما ترى الدولة أن تكاليف خدمة تأمينية** مرغوب فيها من الناحية الاقتصادية والاجتماعية عالية.
- **عندما ترى الدولة ضرورة تعميم نوع معين من التأمين** لأهميته الاجتماعية مثل التأمينات الاجتماعية في مصر.

٤ , ٥ صناديق التأمين الخاصة

خصائص صناديق التأمين الخاصة:

١. **ليس لها رأس مال**، بل تتكون أموالها من الأقساط التي يدفعها الأعضاء واشتراكات صاحب العمل.
٢. **تقصر أعمالها على الأغراض الواردة بالقانون** على سبيل الحصر.
٣. **لا تهدف إلى تحقق ربح**، وإنما تهدف إلى تحقيق مزايا اجتماعية لأعضائها.
٤. **مسئولية الأعضاء محدودة** بقيمة الأقساط التي يدفعونها.
٥. **لا تؤمن لغير الاعضاء.**

الفصل الثامن

تخطيط أعمال مؤسسات الوساطة المالية والمؤسسات المالية الأخرى

أساسيات التخطيط:

يعتبر التخطيط هو الخطوة الأولى لأي عمل، وخاصة في الإدارة، وبقدر الاهتمام والتركيز لهذه الخطوة، سوف ينعكس بالتالي على النجاح في الخطوات التالية، لذلك يعتبر التخطيط سمة من سمات التطور والتقدم في كل مجال ومكان، خاصة في ظل ثورة المعلومات والتطور المتسارع للحاسب الآلي والوسائل الالكترونية الحديثة.

لقد عرف المصريون القدماء والرومان التخطيط، بل كانوا على معرفة كبيرة بأصوله، ويظهر هذا في بناء الأهرامات والمعابد المختلفة، حيث سبق تنفيذ كل ذلك خطوات معينة على درجة عالية من المهارة والدقة، كما يعتبر أيضاً نوحاً عليه السلام، رائد التخطيط، حيث، احتاج إلي تخطيط دقيق لبناء سفينة النجاة بنجاح.

مفهوم التخطيط:

يوجد اتفاق على أن التخطيط هو تنبؤ بالمستقبل، يستند بالدرجة الأولى على الحقائق الخاصة بالموقف، ووفقاً لتجميع وتحليل هذه الحقائق يتم رسم كافة الأنشطة المستقبلية، كما أ،ه يعتبر على التفكير العميق المسبق لتنفيذ أي عمل أو نشاط، كما يهتم بمستقبل النشاط وبكافة التصرفات المرتقبة، وهو أيضاً عملية مستمرة.

لذلك، يمكن تعريف التخطيط في كلمة واحدة هي الاختيار ويعرف أيضاً بأنه الأداة الحيوية لنجاح المؤسسة واستمرار حياتها، كما أنه اتخاذ قرار مسبق حول:

ما الذي يجب عمله؟ بما يتعلق بالبديل المناسب.

متى يتم العمل؟ بما يتعلق بالتوقيت.

كيف يتم العمل؟ بما يتعلق بالموارد.

أين يتم العمل؟ بما يتعلق بالمكان.

من يقوم بالعمل؟ بما يتعلق بالمنفذين.

لماذا يتم العمل؟ بما يتعلق بالهدف أو الأهداف.

كما يمكن تعرف التخطيط بأنه التنبؤ بما سيكون عليه المستقبل، وتحديد الأهداف المطلوب تحقيقها والأساليب والوسائل اللازمة لتحقيق هذه الأهداف.

أهمية التخطيط:

يعتبر التخطيط جسر للوصول إلى تحقيق الأهداف المحددة، بالاستخدام الفعال لمختلف الموارد المتاحة، لتلافي احتمال غير المؤكد إلي احتمال المؤكد مما يحمله المستقبل وللاحتياط لأي مشاكل مستقبلية لا يعرف نتائجها، لذلك تتمثل أهمية التخطيط فيما يلي:

١. ضرورة اختيار الطريقة المناسبة لتحقيق الأهداف، يتناول المستقبل من موقع الحاضر.

٢. إعطاء الإدارة فرصة من الزمن لتقدير أبعاد المستقبل ومن ثم التعامل معها تعاملاً محسوباً ومقدماً.

٣. تفرض النفقات الاستثمارية التي تلتزم بها المؤسسة في المجالات المختلفة، إلي توخي الدقة في اختيار البدائل الممكنة والتي تحقق أفضل العوائد على هذه الاستثمارات.

٤. تحتل المؤسسة موقع أفضل، بالبحث عن أفضل السبل الممكنة لاستخدام مواردها والابتعاد عن كل مواقع الإسراف والضياع بالإضافة لكونها أكثر مرونة في تعديل أهدافها وسياساتها عند كل جديد طارئ.

٥. تسهيل الرقابة بمقارنة المخطط بالفعلي، لتحديد الانحرافات السالبة أو الموجبة ومعالجتها أولاً بأول.

مزايا التخطيط:

يجب الموازنة دائماً بين المزايا الممكن الحصول عليها من التخطيط وبين احتمال ضياع الوقت والجهد المبذول في التخطيط بما لا طائل من ورائه، حيث يتميز التخطيط بما يلي:

١. عملية مستمرة لتحديد الأهداف، حيث لا تتم مرة واحدة بل هي عملية ديناميكية، فكلما تغيرت الظروف أو العوامل المؤثرة، يعاد النظر في التخطيط.

٢. يحدد التخطيط الخطوات التالية له لتحقيق الأهداف، حيث يتعلق بالمستقبل الذي يتصف بالغموض وعدم التأكد والتغير، وبالتالي يمكن بواسطة التعرف على المشكلات المتوقع حدوثها وعمل اللازم لتلافيها أو الاستعداد لها قبل وقوعها.

٣. تحديد الخطوات يجب ترجمته إلي برامج أو جداول زمنية، حيث يخفض التخطيط الوقت اللازم للقيام بالأنشطة المخططة لأن الأداء سيقتصر على العمل الضروري، بالإضافة إلي تحديد الوقت اللازم لتنفيذ كل جزء من أجزاء العمل الضروري، بالإضافة إلي تحديد الوقت اللازم لتنفيذ كل جزء من أجزاء العمل مع ربطها بعضها ببعض من أجل تحقيق الهدف في الوقت المحدد.

٤. تأخذ البرامج والجداول الزمنية في اعتبارها الموارد المتاحة وكيفية استخدامها الاستخدام الأنسب، مما يؤدي إلي تخفيض التكاليف إلي أدنى حد.

٥. يقدم التخطيط الأساس الضروري للرقابة، حيث أن هناك علاقة وثيقة بين وظيفة التخطيط ووظيفة الرقابة، للتأكد من أن الأنشطة تطابق الخطط.

٦. يساعد التخطيط على التنسيق بين الأنشطة المختلفة ويمكن المدير من رؤية الصورة المتكاملة لنشاط المؤسسة والبيئة التي يتعامل معها.

مرحلة التخطيط:

تمر عملية التخطيط بأربعة مراحل متتابعة هي:

١/ تحديد الأهداف: Determination Goals

يعتبر التحديد الواضح والدقيق للأهداف أمراً ضرورياً، حتى يمكن البدء في التخطيط وتوضع الخطة لتحقيق هدف معين، للمؤسسة عادة خطة ذات هدف عام، تنبثق منها خطط فرعية لوحداتها الإدارية، ولكل خطة من الخطط الفرعية هدف فرعي يتحدد بدوره في ضوء الهدف العام للمؤسسة، بقدر الدقة والوضوح والواقعية في تحديد الأهداف تكون الخطة قابلة للتنفيذ وسهلة الإعداد، ومن الضروري وضع الأولويات لهذه الأهداف.

كما يمكن تعريف الهدف بأنه: نتيجة مطلوبة الوصول إليها في تاريخ محدد مستقبلاً وقابل للقياس، كذلك يمكن تقسيم الأهداف إلي عدة أنواع أهمها:

الأهداف وفقاً للفترة الزمنية:

- الأهداف قصيرة الأجل لسنة أو أقل من سنة.
- الأهداف متوسطة الأجل لفترة زمنية من سنة لأقل من خمس سنوات.
- الأهداف طويلة الأجل لفترة زمنية من خمس سنوات فأكثر.

الأهداف وفقاً لدرجة التفصيل:

- أهداف إستراتيجية على المدى البعيد.
- أهداف تكتيكية على المدى القصير.

الأهداف وفقاً لطبيعتها:

- أهداف عامة أهداف أساسية طويلة المدى ويحددها مجلس إدارة المؤسسة مثل البقاء والنمو.
- أهداف خاصة أو محددة أو تشغيلية وهي الأهداف المتعلقة بأنشطة محددة وتكون قصيرة الأجل.

الأهداف وفقاً للمستويات الإدارية:

- أهداف الإدارة العليا، تمتاز بالمرونة وهدفها بقاء المنظمة.
- أهداف الإدارة الوسطى، تعمل على زيادة الإيرادات وخفض التكلفة ثم تنسيق الأنشطة بين المستويات والوظائف.
- أهداف الإدارة الدنيا، تعمل على زيادة الإنتاجية وتمتاز بأنها محددة للغاية وقابلة للقياس مثل أهداف البيع أهداف الشراء.

يجب أن تتوافر الأهداف شروطاً معينة تتمثل في:

- التحديد الواضح والقابلية للقياس أي صياغتها بشكل كمي أو بشكل نوعي.
- القابلية للتنفيذ أي واضحة للشخص المسئول عن وضع الخطط لتحقيقها بحيث لا تكون الأهداف غامضة أو هلامية.
- عدم التعارض يتطلب ذلك التنسيق بين الأهداف بتوافر الصراحة في التعبير عن الأهداف والمواءمة بينها.

٢/ تحديد البدائل المتاحة لتحقيق الأهداف: Determination of Alternatives

بمجرد تحديد الأهداف تتحدد كافة البدائل المتاحة التي يمكن استخدامها، حيث تمثل سبل الحل المتاحة أمام الإدارة، تتطلب هذه المرحلة جمع المعلومات وتحديد القيود، سواء قيود خاصة بالأفراد أو التشريعات أو اقتصادية أو تكنولوجية أو غير ذلك مما يتصل بظروف المؤسسة.

٣/ تقييم البدائل: Evaluation of Alternatives

بمعنى مقارنة البدائل بعضها ببعض في ضوء الأهداف، لدراسة وتحديد نقاط القوة والضعف لكل بديل، التكلفة والعائد ومزايا وعيوب كل منها، في ضوء القيود.

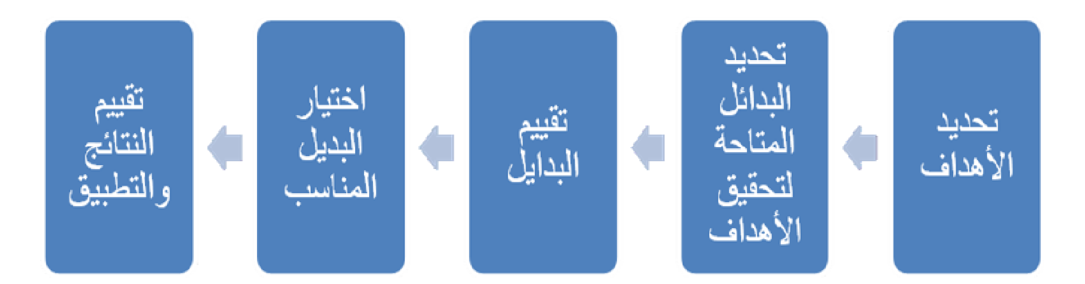
٤/ اختيار البديل المناسب: **Selecting an Alternative**

تتضمن هذه المرحلة اختيارات أنسب بديل من البدائل المتاحة والذي يتناسب مع ظروف وإمكانيات المؤسسة والقابل للتنفيذ.

٥/ تقييم النتائج والتعديل: **Evaluating an Alternative**

بعد تطبيق البديل المناسب، فإنه يتم جمع بيانات عن مدى تحقيق هذه البدائل للأهداف المحددة وعما إذا كان الأمر يتطلب إجراء بعض التعديلات فيه، حتى يمكن التغلب على المشكلات التي صاحبت تطبيق هذا البديل. تلخيصاً لكل ما سبق يمكن توضيح مراحل التخطيط في الشكل التالي.

شكل يوضح مراحل عملية التخطيط



أنواع التخطيط:

١/ التخطيط وفقاً للفترة الزمنية: Planning by Time

- التخطيط طويل المدى تتراوح الفترة من خمس سنوات فأكثر.
- التخطيط متوسط المدى يغطي فترة زمنية من سنتين إلي أقل من خمس سنوات.
- التخطيط قصير المدى، وهي الخطط التي تغطي فترة زمنية بسيطة مثل الخطط الشهرية أو الربع سنوية أو السنوية.

٢/ التخطيط وفقاً للوظيفة:

- تخطيط المبيعات: تعتبر خطة المبيعات برنامج البيع المتوقع في الفترة القادمة، يتحدد على أساسها الأصناف والكميات المتوقع بيعها خلال فترة التخطيط،

تعتبر هذه الخطة هي الأساس الذي تقوم عليه كل من خطتي الإنتاج والتمويل.

- تخطيط الإنتاج: يقصد بخطة الإنتاج أو جدول أو برنامج الإنتاج تحديد مجموعة الأصناف التي سيتم إنتاجها والكميات من كل صنف من الأصناف، كما يتم تحديد وقت الإنتاج، التكلفة، مستلزمات ومعدات وآلات وعمالة الإنتاج، وأساليب التحميل ونظام الإنتاج ونظام الإنتاج الذي سيتم إتباعه. تعد هذه الخطة وفقاً لتنبؤات المبيعات وظروف المؤسسة وإمكانياتها المادية والبشرية.
- التخطيط المالي: تتمثل في ترجمة الأهداف الكمية إلي خطة مالية عن طريق تحديد الموارد المالية اللازمة لتسيير نشاط المؤسسة، تترجم هذه الخطة الأرقام الواردة في خطة المبيعات والإنتاج وخطة العمالة وتتكون من قائمة نتائج الأعمال والموازنة النقدية.
- تخطيط القوى العاملة: تتضمن تقدير القوى العاملة اللازمة لتحقيق الخطة من التخصصات المختلفة بالقدر المطلوب وبالمستوى المطلوب وفي الوقت المحدد.

٣/ التخطيط حسب المستويات الإدارية:

- التخطيط على مستوى المؤسسة ككل: يتضمن تحديد المهمة الأساسية أو الغرض الأساسي للمؤسسة، والأهداف العامة والإستراتيجيات الأساسية التي ستقوم المنظمة باستخدامها لتحقيق الأهداف العامة.
- التخطيط على مستوى الأنشطة: يتم إعداد الخطة الوظيفية للأنظمة الجزئية للمؤسسة بناء على الخطة الأساسية أو الإستراتيجية للمؤسسة مثل خطة التسويق وخطة الإنتاج.

٤/ التخطيط وفقاً لدرجة التفصيل:

- التخطيط الإستراتيجي: يشتمل على تحديد المهمة الأساسية التي يرجى تحقيقها والإستراتيجيات التي ستقوم المؤسسة باستخدامها لتوجيه الموارد المختلفة لتحقيق الأهداف.
- التخطيط التكتيكي: يختص بتحليل استخدامات موارد المؤسسة في تحقيق الأهداف المرجوة بصورة تفصيلية ويشتمل على برامج تفصيلية للأنشطة المختلفة التي يجب أدائها وأنواع الموارد التي يجب استخدامها.

معوقات التخطيط الفعال:

تواجه عملية التخطيط بعض المعوقات التي تتمثل في:

- النطاق الزمني للخطة، كلما طال المدى الزمني للخطة، كلما قلت القدرة على توفير الدقة، حيث أن إطالة مدة التخطيط يؤدي إلي الوقوع في عدم التأكد بوقوع حوادث غير منتظرة وإضعاف القدرة على التكهن بما سيحدث.
- استحالة التنبؤ بالأحداث، يستحيل أحياناً التنبؤ بالأحداث مما ينتج عنه اتساع نطاق المفاجآت في العمل الإداري وتحول الخطط إلي مناهج لا تساير تطور الأحداث.
- القدرة الذهنية: يتطلب التخطيط نوعاً شاقاً من التفكير حيث تقوم على أنواع مختلفة من المهارات والقدرات وقد لا يتوافر في بعض المديرين.
- نقص المعلومات: يقوم التخطيط على المعلومات ونقصها أو ضعفها أو عدم دقتها يؤدي إلى ضعف الخطط وانخفاض فعاليتها.
- معوقات إدارية: يعتقد بعض المديرون أن التخطيط رغم أهميته وضرورته مضيعة للوقت والجهد والمال وبالتالي فلا يقومون به، ويعتقد البعض الآخر بأنه ضروري ولكنهم يصرون على استحالته بحجة أن الإنسان لا يعلم الغيب وبالتالي لا يقوم بالتنبؤ السليم اللازم للتخطيط.

- معوقات سيكولوجية: يتضمن التخطيط أحياناً تغيرات قد يفضل المدير تجاهلها أو يتمنى أنها لن تقع أبداً، ومن ناحية أخرى هناك فكرة عدم القبول للتخطيط النابع من أعلى.

الضمانات الواجب توافرها لتحسين فاعلية عملية التخطيط:

تشمل هذه الضمانات:

- تدعيم الإدارة العليا بالقيادة الإدارة العليا لعملية التخطيط.
- وجود جهاز إدارة كفء وفعال للتخطيط: يجب أن تتوافر لهذا الجهاز ثلاث خصائص أساسية وهي:
  - o يتناسب مع النظم الإدارية المطبقة مثل نظام الاتصالات وإعداد التقارير وتقييم الأداء.
  - o مراعاة البساطة في تصميمه مع تحقيق التنسيق بين جهود جميع الجهات أو الأطراف التي تشملها عملية التخطيط.
  - o يتصف بالمرونة بحيث يمكنه التكيف مع الظروف المتغيرة للبيئة.
- صلاحية الخطة كموجه لعملية التنفيذ الفعلي، يجب أن تستهدف عملية التخطيط ترشيد عملية التنفيذ، بحيث يكون التنفيذ موجهاً بعميل التخطيط لتحقيق الأهداف.
- توفير الأفراد المناسبين للقيام بعملية التخطيط.

أولاً: تخطيط أعمال مؤسسات الوساطة المالية:

١/ تخطيط أعمال مؤسسات قبول الودائع (البنوك التجارية):

يعتبر التخطيط وظيفة هامة في البنك التجاري، حيث تمثل الموازنة التقديرية أداة التعبير عن الأهداف والسياسات المحددة مقدماً، حيث تبنى الأرقام التخطيطية لمصادر واستخدامات الأموال في البنوك التجارية، على أساس تحليل شامل لنشاط البنك في

الماضي والحاضر والمستقبل، ثم وضع الأهداف التي يراد تحقيقها في ضوء الدراسات السابقة، ويرسم السياسات الكفيلة لتحقيق ذلك ومتابعة التنفيذ وتقييم الأداء.

كما أن التخطيط السليم لأعمال البنك، ما هو إلا محاولة من جانب الإدارة للحصول على معلومات كافية ودقيقة عن المتغيرات المستقبلة في مجال الأعمال ووضع أهداف البنك في إطار يمكن من تنسيق القرارات التي تتخذ على مستويات المركز الرئيسي والفروع، وبما يؤدي إلي أفضل استخدام ممكن للموارد المادية والبشرية المتاحة للبنك، وبما يمكن من اتخاذ قرارات سريعة وجيدة من خلال وضوح الأهداف في التنظيم، كما يعتبر التخطيط من العمليات التي تؤكد الارتباط بين المستويات الإدارية المختلفة في البنك.

أهمية تخطيط أعمال البنك:

جاء التخطيط بمفهومه العلمي متأخراً بالنسبة للبنوك، ويرجع ذلك في جزء منه إلي أن البنوك قد نجحت في الماضي في ممارسة نشاطها، وتحقيق أرباح مرضية دون الحاجة للقيام بالتخطيط، وقد ساعدها في ذلك ظروف التوسع الاقتصادي بعد الحرب العالمية الثانية، فضلاً عن تطور النظم النقدية، والتي أدت إلي قيام نظم حمائية تتعلق بخروج ودخول الأموال من وإلى الدول المختلفة، إلا أن ظهرت عوامل أدت إلي الاهتمام بوظيفة التخطيط تتمثل فيما يلي:

١. التعقيد المستمر والتطور السريع في قطاعات الأعمال.
٢. التوسع الدولي في نشاط البنوك وتعدد خدماتها بشكل كبير.
٣. تأثير التغيرات الاقتصادية أو الاجتماعية أو السياسية على الجانب المالي والذي تمثله البنوك.
٤. حدوث متغيرات بيئة جوهرية تتمثل في:
   - الانفتاح المصرفي الدولي.
   - عالمية الأعمال.
   - ارتفاع تكلفة الحصول على الأموال.

o زيادة المنافسة.
o زيادة الاهتمام بالمجموعات المصرفية متعددة الأعمال والتي تعمل في الأجلين المتوسط والطويل.

٥. كان لارتباط البنوك بأعمال الائتمان الاستهلاكي، إلى زيادة اعتماد أعمال البنك على التنبؤ بأحوال السوق ورغبات المستهلكين وتطورها المستمر.
٦. زيادة المخاطر والدخول في خدمات تتطلب جهداً أكبر في التخطيط مثل المشتقات المالية وترويج المشروعات.
٧. البحث الدائم عن تخطيط خدمات جديدة تتوائم مع نمطك المنافسة وتطور حاجات المستهلكين.

مهام التخطيط في البنك:

مسئولية التخطيط ليست مسئولية مستوى إداري معين بل أنه مسئولية كافة المستويات الإدارية في البنك. فكلما زاد حجم البنك، كلما استدعى الأمر التحديد الدقيق للتخطيط، حتى لا يحدث ازدواج في الجهد الذي يقوم به موظفي البنك أو فجوات لا تنتبه إليها إدارة البنك، يتطلب التحديد الدقيق للتخطيط، تحديد الواجبات أفقياً ورأسياً فعلى المستوى الأفقي تشمل مسئوليات التخطيط البنك على اتساعها وتغطي الخطط فترات زمنية أطول عند قمة البنك، ويتقلص الشمول في التخطيط تدريجياً من حيث المحتوى وطول الفترات الزمنية التي يغطيها مع التدني في المستويات الإدارية، مد مدير البنك إلي من يليه من المديرين حتى أدنى مستوى إشرافي.

مراحل التخطيط في البنك:

يمر تخطيط أعمال البنك بمجموعة من الخطوات هي:

١. إجراء الدراسات المطلوبة لتحليل الظروف البيئة المحيطة بنشاط البنك، وتحديد العوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المؤثرة، هذا فضلاً عن تحديد دور التغيرات التكنولوجية على النشاط المصرفي ودرجة المنافسة فيه.

٢. تحليل أعمال البنك وموقفه من السوق، بمعنى الوقوف على مركز البنك وحصته التسويقية في السوق، والخدمات التي يؤديها وخصائصها، هذا فضلاً عن تحديد نوعية العملاء الذين يتعامل معهم البنك.
٣. تحديد أغراض البنك وأهدافه في ضوء الدراسات السابقة.
٤. صياغة الإستراتيجيات والسياسات.
٥. وضع إستراتيجية العمل الفعل (العملاء، الخدمات، القوى العاملة).
٦. تنفيذ الخطة الفعلية، تتكون من دراسة مجموعة من المتغيرات ذات التأثير في أعمال البنك ووضع سياسات التعامل مع كل قطاع منها، ومن أهم هذه القطاعات:

- تخطيط الربحية، بمعنى دراسة الإيرادات والنفقات المتوقعة في ظل أحجام النشاط المختلفة، وذلك في معدلات النمو المستهدفة، وقدرة البنك المالية، والتي تتوقف بالدرجة الأولى على سمعة البنك في السوق.
- تخطيط سوق العملاء، وذلك بتحديد الأسواق الرئيسية والجانبية وتحديد نوعية وطبيعة علاقات البنك مع كل فئة في ضوء الخدمات التي يمكن تقديمها.
- تخطيط العمالة: ويتضمن ذلك دراسة سوق العمل والعمالة وأنواعها وطبيعة الفرص المتاحة، وكيفية تدريب وتنمية العاملين.
- تخطيط علاقات البنك بسوق الاستثمار والمستثمرين، وعلاقة ذلك بحجم رأس المال وهيكل الموارد المتاحة للبنك، والشبكات والتجمعات الدولية والمحلية.

تحديد أهداف البنك:

تعتبر الخطوة الأولى من خطوات التخطيط الرئيسية التي تنتج من تحليل العلاقات المتداخلة بين رغبات واتجاهات كل من إدارة البنك وأفراد المجتمع والمؤثرات

الاقتصادية والسياسية والاجتماعية ذات التأثير في نشاط البنك، ويكون ذلك من نتائج خبرة البنك السابقة وبحوث التسويق والاتجاهات المتوقعة للعائد والتكلفة إذ يتم تحديد العائد المتوقع لكل هذا في شكل موازنة تقديرية وتنقسم الأهداف عادة إلي:

١. أهداف عامة، وهي المتعلقة بالسياسات العامة للبنك ومن أمثلتها تحديد أسرع نمو في حجم ربحية البنك عند اختيار الخدمات الجديدة أو المناطق الجديدة التي يتعامل فيها البنك، وتحقيق أرباح بمعدلات أكبر من المنافسين في السوق المصرفية.
٢. أهداف وظيفية تفصيلية، تتعلق بالنواحي التنفيذية التي تحقق الأهداف العامة، ومن أمثلتها:
   - أهداف متعلقة بنمط علاقات البنك مع العملاء المرتقبين للبنك.
   - أهداف متعلقة بنوعية العمالة، واختيارها، وتحديد أجورها وساعات العمل والرعاية الاجتماعية والصحية في ضوء التشريعات المحددة.
   - أهداف خاصة بتحديد محفظة القروض والاستثمارات.

ترتبط هذه الأهداف بالبيئة، كما ترتبط بسمعة البنك باعتباره شخصية معنوية تعمل لصالح المجتمع بالإضافة إلي اعتبار البنك احد مؤسسات المجتمع التي تتمتع بالقبول العام لدى فئات العاملين، كما أن لكل بنك أهدافه الخاصة والتي يمكن على أساسها صياغة سياساته وتقييم أعماله، ويجب أن تكون مكتوبة وقابلة للتحقيق والقياس، كما أن أهم أهداف البنك هو تعظيم الربح في الأجل الطويل، من خلال تبني الأهداف التي تحرص على وضع علاقات مربحة مع العملاء في الأجل الطويل.

كما يوجد مجموعة أخرى من الأهداف، يجب أن يضعها البنك في اعتباره وتتمثل في:

١. الأمان، عن طريق محاولة إدارة البنك الموازنة فيما بين التزاماتها واستثماراتها بما يحقق أكبر قدر الربحية وأعلى قدر من الأمان.

٢. الخدمة. عن طريق الربط بين تنمية الخدمات العديدة وأسعارها وأهداف البنك في الربحية في الأجل الطويل بتحديد الطلب والعرض على هذه الخدمات في المستقبل وظروف السوق.
٣. النمو، تركز البنوك على النمو وفقاً للنظرية المالية نمو الأرباح في الأجل الطويل يؤدي إلي زيادة في قيمة وأسعار الأسهم في السوق.

تعتبر هذه الأهداف من الأهداف العامة للبنك، لتعظيم الربح وتعظيم قيمة أصول البنك.

إعداد خطة البنك:

تبدأ الخطة بضرورة وضع أولويات في استخدام الموارد المتاحة للبنك، وتتمثل الأولويات في:

١. الاحتفاظ باحتياطيات مبدئية، ضرورة احتفاظ الإدارة العليا للبنك بقدر من النقدية للأغراض التالية:
   - رد الودائع عند طلبها والوفاء بالتزامات البنك المختلفة من مرتبات وأجور ومكافآت وحوافز وما إلى ذلك.
   - احتياجات التشغيل الواقعية المتعلقة بالمقاصة بين البنوك.
   - توفير الاحتياجات المطلوبة من البنك المركزي، وتعتبر هذه الاحتياطيات في الأولوية لتحقيق الأمان ولأسباب عملية وقانونية.
٢. الاحتياطيات الثانوية: يطلق عليها البعض الاحتياطيات الوقائية وذلك لحماية البنك من جميع الاحتمالات المتوقعة والمفاجئة للطلب على النقود، كاستثمار جزء من الأموال في أصول سهلة التحويل إلي نقدية دون حدوث خسائر تؤثر على الأموال الموظفة.
٣. تقديم القروض والسلفيات، يكتسب البنك الثقة كنتيجة لتوفير نوعي الاحتياطيات المبدئية والثانوية، يكون مستعداً لتقديم الائتمان للمنظمات العاملة في البيئة التي يخدمها، والتي تتلائم مع طبيعة وآجال موارده.

٤. الاستثمار في الأوراق المالية والمساهمات المباشرة بعد تقدير البنك للاحتياطات المبدئية والقانونية، واحتياجات الائتمان تأتي بعد ذلك أولويات التوظيف الاستثماري، بشراء أوراق مالية أو بالدخول في استثمارات مباشرة، بغرض تمويل التنمية في البيئة التي يخدمها.

استخدام أسلوب البرمجة الخطية في التخطيط المالي للبنك:

يوجد اختلاف كلي وجذري بين إعداد الميزانية العمومية التقديرية للمشروعات التجارية والصناعية وبين إعداد هذه الميزانية لمؤسسة وساطة مالية وخاصة البنك، يرجع ذلك إلي أن البنك يعمل في ضوء قواعد وإجراءات ومحددات داخلية وخارجية تؤثر في تحديد حجم نشاطه المتوقع وخاصة ظروف العرض والطلب.

يوضح لنا الشكل التالي المحددات والقيود التي يعمل في ظلها البنك، والتي تؤثر في إعداد الخطة المالية للبنك، والتي يجب أن تؤخذ في الاعتبار عند تخصيص الموارد المتاحة، فعلى سبيل المثال، قد لا يستطيع البنك أن يخصص كل مصادر الأصول من الودائع في صورة قروض، حيث يلزمه البنك المركزي بالاحتفاظ باحتياطي نقدي، مع تخصيص نسبة معينة من الودائع فقط في صورة قروض كما أن البنك يجب أن يقوم بتوفير رأس المال المطلوب والمحدد وفقاً للقوانين، بالإضافة إلي العمال المدربة والوسائل التكنولوجية اللازمة لسير العمل بالبنك بكفاءة وفعالية، كل هذا قيود خاصة على البنك لتوافر عناصر الإنتاج المناسبة له والتي تعمل على تقييد القرارات الاستثمارية عند تخطيطه لأمواله.

لذلك قام العديد من الكتاب بمحاولات لإيجاد أفضل الأساليب الإحصائية والرياضية التي يمكن أن تستخدم لتقدير بنود الأصول والخصوم المتوقعة، ومن أسهل وأفضل الأساليب التي استخدمت في الواقع العملي أسلوب البرمجة الخطية.

مقدمة عن أسلوب البرمجة الخطية:

يعد هذا الأسلوب من أحد أساليب بحوث العمليات التي تعالج مشاكل اتخاذ القرارات الإدارية المتعلقة بتخصيص الموارد المتاحة، ويهتم هذا الأسلوب باتخاذ قرار

تخصيص الموارد المتاحة والمحددة في ضوء البدائل المتاحة وبالشكل الذي يحقق الاستفادة القصوى من هذه الموارد.

تفترض البرمجة الخطية أن العلاقة بين المتغيرات المؤثرة في ظاهرة ما، هي علاقة خطية، ومن ثم يمكن التعبير عن الظاهرة والمتغيرات المؤثرة فيها بعدد من المعادلات الرياضية التي يتم حلها بحثاً عن القيمة الأمثل للتشغيل أو تخصيص الموارد.

كما يساعد أسلوب البرمجة الخطية الإدارة على تحديد الخطة الأمثل من بين عدد من الخطط البديلة، هي طريقة لتحديد كيفية الاستفادة من الموارد النادرة والمحدودة بتوجيهها للاستخدامات التي تحقق أقصى فاعلية (أقصى ربح وأقل تكلفة) يستخدم هذا الأسلوب لتحقيق هدف معين للإدارة، لكن عادة ما تواجه الإدارة عند تحقيق الهدف مجموعة من القيود الداخلية والخارجية التي تحد من قدرتها على اتخاذ القرار. لذلك يستخدم هذا الأسلوب لإعداد الميزانية العمومية التقديرية للبنك ليحدد الطريقة الأفضل لتوزيع الموارد المتاحة على بنود الأصول بالشكل الذي يعظم الربح وفي ضوء التكلفة والعائد المتوقع.

كما أن الهدف من استخدام هذا الأسلوب هو بناء نموذج يمثل ما يحدث في الواقع العملي ويعكس المحددات أو القيود التي يعمل في ظلها البنك والتي تؤثر في عملية إعداد الخطة المالية وخاصة الميزانية العمومية التقديرية (محفظة الأصول والخصوم).

لذلك يمكن تبسيط أساسيات استخدام هذا الأسلوب في التخطيط المالي للبنك وبالمثال المبسط التالي:

مثال مبسط لاستخدام البرمجة الخطية في التخطيط المالي لبنك:

يوضح هذا المثال النموذج المبسط بالرسم البياني لإدارة محفظة الأصول والخصوم وتخطيط ربحية البنك التجاري باستخدام هذا الأسلوب.

١/ القيد الخاص بميزانية البنك يأخذ الشكل التالي:

هيكل الأصول = هيكل الخصوم

الأوراق المالية + محفظة القروض = الودائع الجارية + الودائع الآجلة + رأس المال

س١ + س٢ = س٣ + س٤ + ص٥.................................. (١)

يعتبر هذا القيد في صورة متساوية حيث يساوي الطرف الأيمن الطرف الأيسر أي أن إجمالي الأصول يجب أن تساوي إجمالي الخصوم.

العائد ن الاستثمار في الأوراق المالية س١ = ر١

العائد من القروض س٢ = ر٢

ويفرض أن تكلفة الودائع ورأس المال = ٠

ودخل البنك = د

إذن د = س١ ر١ + س٢ ر٢... (٢)

يطل على هذه المعادلة دالة الهدف.

أي أن دخل البنك = الاستثمارات في الأوراق المالية × عائد الاستثمار في الأوراق المالية + القروض × العائد من القروض

ويهدف البنك إلي تعظيم الدخل أو الربح وذلك آخذاً في الاعتبار القيوم والمحددات التالية:

أ/ القيد الخاص بالميزانية:

حيث أن إجمالي الخصوم يساوي ١٠٠ مليون جنيه إذن لا يستطيع البنك تخصيص أكثر من هذا المبلغ في جانب الأصول.

إذن إجمالي الأصول ≥ ١٠٠

إذن س١ + س٣ ≥ ١٠٠... (٣)

حيث س١ = الأوراق المالية

س٢ = محفظة القروض

يعتبر هذا القيد في صورة متباينة حيث إن قيمة (س١ + س٢) ليست محددة قطعياً ويمكن تأخذ أي قيمة إما ١٠٠ أو أقل.

ب/ القيد الخاص بسيولة البنك:

إذا اعتبرنا الاستثمارات من الأوراق المالية تمثل جانب الأصول السائلة للبنك فيجب على البنك الاحتفاظ بـ ٣٠٪ على الأقل من جملة الأصول (س١ + س٢) في صورة سائلة:

إذن س١ ≥ ٣٠.(س١ + س٢)

أو س١ ≥ ٤٣.س٢... (٤)

وهذا القيد في صورة متباينة أكبر من أو تساوي

ج/ القيد الخاص بحجم محفظة القروض:

يجب ألا يقل حجم الاستثمارات من القروض عند ٣٥ مليون جنيه

س٢ ≥ ٣٥.. (٥)

أي أن حجم محفظة القروض أكبر من أو تساوى ٣٥ مليون جنيه.

وهذا القيد في صورة متباينة أكبر من أو تساوى

ويمكن تمثل المحددات السابقة بالرسم البياني بالأشكال التالية:

أ/ القيد الخاص بإجمالي الميزانية وقيمة الأصول:

س١ + س٢   ١٠٠

تحول المتباينة إلي معادلة

إذن س١ + س٢ = ١٠٠

بفرض س١ = ٠

إذن س٢ = ١٠٠

بفرض س٢ = ٠

إذن س١ = ١٠٠

ب/ القيد الخاص بالسيولة:

س١ ≥ ٤٣.س٢

س١ – ٤٣.س٢ = ٠

شكل

ج/ القيد الخاص بحجم القروض:

س١ ≥ ٢٥

شكل

منطقة الحل الأمثل:

ويلاحظ من الشكل الأخير أنه بإدخال الثلاث قيود معاً في الرسم فقد ظهر مثلث يمثل منطقة الحل الأمثل.

وإذا أخذنا في الاعتبار أن:

العائد من الأوراق المالية (س١) ر١ = ١٠٪

العائد من القروض (س٢) ر٢ = ١٥٪

ويظهر من الشكل السابق أن نقطة الحل الأمثل التي تعظم الربح تقع عند:

س٢ = ٧٠

س١ = ٣٠

بما أن دالة الهدف د = س١ ر١ + س٢ ر٢

إذن الربح الأمثل = ٣٠ × ٠,١ + ٧٠ × ٠,١٥

= ٣ + ١٠,٥ = ١٣,٥ مليون جنيه

إذن صافي الربح المتوقع للبنك هو ١٣,٥ مليون جنيه عند حجم استثمارات قدره

٣٠ مليون جنيه في الأوراق المالية

٧٠ مليون جنيه في محفظة القروض

٢/ تخطيط أعمال مؤسسات الوساطة المالية التعاقدية (شركات التأمين):

احتلت الشركات المساهمة للتأمين مركز الصدارة في سوق التأمين في العالم كله، ففي مصر قصر ممارسة التأمين التجاري على الشركات المساهمة، فقد نص القانون رقم ٩٢ لسنة ١٩٣٩م على ذلك، ثم عدل هذا القانون بالقانون رقم ١٥٢ لسنة ١٩٥٧م ففي

المادة السابقة نص في مادته الأولى على أنه: لا يجوز إنشاء أية هيئة لمزاولة أعمال التأمين أو إدراج هذا الغرض ضمن أغراض أي هيئة، إلا إذا كانت متخذة شكل شركة مساهمة وأن تكون أسهمها جميعاً أسمية ومملوكة للمصريين دائماً وبشرك أن تحصل على ترخيص في ذلك من وزير المالية والاقتصاد.

خصائص شركات التأمين:

تتمتع الشركات المساهمة بعدة خصائص تميزها هي:

١. إمكانية جمع رأس مال كبير مما يبعث الثقة في نفوس المؤمن لهم واجتذابهم إلي التأمين.
٢. القدرة على استخدام الكفاءات الفنية والإدارية، نظراً لضخامة الموارد المالية المتاحة مما يؤدي إلي ارتفاع مستوى كفاءة وفعالية الخدمات التأمينية.
٣. ممارسة التأمين بغرض تحقيق ربح.
٤. مسئولية المساهمين في الشركة محدودة بقيمة الأسهم التي خصصت لهم.
٥. الاستقلال الكامل بين شخصية المؤمن والمؤمن له.

أهمية تخطيط أعمال شركات التأمين:

لقد ذكرنا سابقاً أن المفهوم العلمي للتخطيط جاء متأخراً بالنسبة للبنوك، إلا أن هذا المفهوم قد نشأ بنشأة وظهور شركات التأمين، فقد نشأت عملاقة كشركة مساهمة لديها القدرة المالية الكبيرة بالإضافة إلي استخدام الكفاءات الفنية والإدارية اللازمة، وتحقيقاً لرفع مستوى كفاءة وفاعلية الخدمات التأمينية.

كما يعتبر التخطيط هو الوظيفة الأولى للإدارة، التي تسهم في تحقيق إستراتيجية شركة التأمين، معنى التخطيط، التفكير في الحوادث قبل أن تحدث وإعداد العدة لها والترتيبات اللازمة فهو النظرة المستقبلية التي تعتمد على بناء رؤية مستقبلية عن الظروف، كما أن التخطيط يعطي الإرشاد والتوجيه الكامل لبدء ممارسة التنظيم والرقابة.

تسعى شركات التأمين لتخطيط عملياتها التأمينية تحقيقاً للفوائد التي تجني من ورائها والتي تتمثل فيما يلي:

١. يتعلق التخطيط بالمستقبل فيساعد على التنبؤ بالمشكلات التي قد تصادف عملية التنفيذ ووضع الحلول لها حتى لا يتعطل التنفيذ.
٢. يساعد التخطيط على تحديد الأهداف والمهام اللازمة القيام بها وتحديد الأهداف بدقة وبناءً على دراسة متأنية للظروف والإمكانيات المتاحة لشركة التأمين تصبح أهدافاً واقعية يمكن تحقيقها.
٣. يعمل التخطيط على الاستخدام السليم للأنشطة الهادفة والمنظمة، فكل الجهود توجه نحو النتائج المنشودة مع تحقيق التتابع الفعال للجهود المبذولة.
٤. يحقق التخطيط التنسيق بين المستويات الإدارية المختلفة وكذلك التنسيق بين الأقسام على نفس المستوى الإداري.
٥. يساعد التخطيط على تدبير الموارد والإمكانيات سواء كانت البشرية أو المادية قبل بدء التنسيق مما يضمن استمرار التنفيذ بأقل مشكلات ممكنة فيما يتعلق بالموارد.
٦. يساعد التخطيط على بقاء شركة التأمين ونموها واستمرارها حيث أن التخطيط يركز على المستقبل والتنبؤ بالظروف المستقبلية يمكن عمل تغييرات في الشركة مما يمكنها من أن تتمشى مع الظروف المستقبلية وبالتالي تضمن البقاء والاستمرار والنمو.
٧. يقدم التخطيط الأساس الضروري للرقابة حيث أن هناك علاقة وثيقة بين وظيفة التخطيط والرقابة فالأخيرة تعمل على التأكد من الأنشطة تطابق الخطط.

مهام التخطيط في شركة التأمين:

يقوم المديرون جميعاً بالشركة بمزاولة وظيفة التخطيط، سواء كان هؤلاء على مستوى الإدارة العليا أو مستوى الإدارة الوسطى أو مستوى الإدارة المباشرة ولكن يوجد اختلافاً في الممارسة أو التعامل مع هذه الوظيفة.

تركز الإدارة العليا على تحديد الأهداف العامة والصورة العامة للشركة، في حين تختص الإدارة الوسطى بإعداد الخطط التنفيذية في مجالات عمل الشركة، بينما تتولى الإدارة الدنيا أو المباشرة إعداد خطط العمليات في مجالات عمل أكثر تخصصاً وأكثر تحديداً.

تعتبر شركة التأمين شركة مساهمة، لذلك بعد إعداد الخطط العامة والتنفيذية وللعمليات، تعرض جميع الخطط وخاصة الموازنات التقديرية على سبيل المثل على الجمعية العمومية التي تنعقد لإقرار واعتماد أعمال الإدارة العليا من حيث ما تم بالفعل والخطط المستقبلية.

مراحل التخطيط في شركة التأمين:

لكي يتحقق التكامل وتفادي حدوث عدم التوافق فإن مراحل التخطيط بشركة التأمين تمر بالخطوات التالية:

١. تحديد الإدارة العليا الرسالة والأهداف العامة للشركة.
٢. تقوم الإدارة الوسطى بإعداد الخطط التنفيذية اللازمة لتحقيق الأهداف.
٣. تقوم الإدارة العليا بمراجعة اعتماد للخطط المعدة بواسطة الإدارة الوسطى.
٤. تقوم الإدارة الوسطى بتحديد الخطط التفصيلية لتنفيذ الخطط المعتمدة من الإدارة العليا.
٥. تقوم الإدارة المباشرة بإعداد البدائل المختلفة لكيفية تنفيذ خطط الإدارة الوسطى وتقديم التوصيات بشأنها للإدارة الوسطى.
٦. تختار الإدارة الوسطى أفضل البدائل المحددة بواسطة الإدارة المباشرة وترفها للإدارة العليا للاعتماد.
٧. توافر أو لا توافق الإدارة العليا على التوصيات المتعلقة بكيفية التنفيذ.
٨. تعرض الخطط المعتمدة من الإدارة العليا على الجمعية العمومية في موعد انعقادها لاعتمادها بصفة نهائية وتكون جاهزة للتنفيذ.

٣/ تخطيط أعمال مؤسسات الوساطة الاستثمارية (شركات توظيف الأموال):

يعد نشاط توظيف الأموال أحد المجالات التي أقرها قانون استثمار المال العربي والأجنبي والمناطق الحرة رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤م والمعدل بالقانون رقم ٣٢ لسنة ١٩٧٧م حيث نص القانون المذكور في البند الرابع من المادة الثالثة على حق المال العربي والأجنبي في إنشاء شركات الاستثمار التي تهدف إلي توظيف الأموال في المجالات المنصور عليها في هذا القانون وتخضع الشركات المنشأة وفقاً لهذا القانون لرقابة الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة.

كما قصر قانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م الشكل القانوني لشركات توظيف الأموال على الشركات المساهمة.

أهم الآثار الناجمة من نشاط شركات توظيف الأموال:

أن نشاط هذه الشركات كان الاتجار في النقد الأجنبي، المضاربة في البورصات العالمية الاستثمار المباشر في الخارج، الاتجار في السلع المعمرة، توظيف الأموال في مجالات الاستثمارات العقارية والاستفادة من الاختناقات التي يواجهها السوق في بعض السلع الهامة.

لذلك، كان يتسم نشاطها بعدم المشروعية، كما أن هذه الشركات كانت تشكل جزء من نشاط الاقتصاد السري الذي يجري بعيداً عن أعين السلطات الاقتصادية كما أن أغلب هذه الشركات كانت شركات فردية أو عائلية أو شركات ليس لها إطار قانوني تعمل من خلاله.

أهم مزايا وعيوب الشركات الفردية أو العائلية:

تتمثل أهم المزايا فيما يلي:

١. الثقة.
٢. الولاء.
٣. الانتماء.

٤. العمل على تحقيق المصالح الشخصية.
٥. جو متميز للنشاط.
٦. تغليب النظرة قصيرة الأجل.
٧. مرونة اتخاذ القرارات.
٨. الجرأة في اتخاذ القرارات (المالك/ مدير).
٩. الاستعداد الأكبر لتحمل المخاطرة.

كما تتمثل أهم العيوب فيما يلي:

١. تغطي علاقة القربى على الإدارة المهنية.
٢. مجاملة في تحمل الأخطاء.
٣. التغاضي عن بعض بل كل التجاوزات.
٤. المحاباة في توزيع المناصب القيادية على حساب الكفاءة والقدرة.
٥. عدم إخضاع أداء الشركة وسلوكهم للتقييم.
٦. المجاملة في تقسيم المزايا والمنافع.
٧. عدم الموضوعية في تحمل الأعباء والتكاليف.
٨. خروج التصرفات الشخصية عن السيطرة والهيمنة.
٩. عدم الموضوعية في تحديد الصلاحيات وممارستها.
١٠. صعوبة ضبط الصرف والإنفاق.
١١. صعوبة التوفيق بين متطلبات العائلة والمتطلبات التجارية الاستثمارية للشركة.
١٢. احتمالات تحكم العاطفة.
١٣. اتجاه إلي السيطرة الأبوية أو الأخوية.
١٤. الاتجاه إلي ترجيح الإخلاص للعائلة على حساب الكفاءة المهنية.
١٥. ضعف الرقابة.

ثانياً: تخطيط أعمال المؤسسات المالية الأخرى (شركات سمسرة الأوراق المالية):

الشكل القانوني:

لقد نص القانون على ضرورة أن تأخذ شركة السمسرة شكل الشركة المساهمة أو شكل شركة التوصية بالأسهم على أن يكون رأس مالها المصدر ٢٥٠ ألف جنيه على الأقل، على ألا يقل المدفوع منه عن الربع.

كما يوجد لدى كل بورصة أعضاء عاملون وهم سماسرة الأوراق المالية"، وأعضاء منضمون من المصارف والشركات وصناديق الادخار التي تعمل في مجال الأوراق المالية كما يوجد أعضاء مراسلون وهم السماسرة المقيدين في البورصات الأجنبية، يعمل لدى السماسرة أشخاص تابعون له ويعملون لحسابه وتحت مسئوليته وهم:

- المندوبون الرئيسيون.
- الوسطاء.

المندوب الرئيسي مستخدم تابع للسمسار ومكلف بمعانته في تنفيذ الأوامر بالقصور ولا يجوز أن يعمل إلا باسم السمسار الذي هو تابع له ولحسابه وعلى مسئوليته أما الوسيط فهو أداة اتصال بين العميل والسمسار حسب يتلقى الأوامر من العملاء (فيما عدا الأعضاء المنضمين) ويبلغها للسمسار يوجد نوعين من الوسطاء وسطاء لهم حق التعاقد، ووسطاء ليس لهم حق التعاقد ولا يجوز بأي حال للوسيط أو المندوب الرئيسي أن يلتحق بأكثر من مكتب سمسرة.

يتم التداول في السوق الثانوية أي السوق النظامية أي البورصة الردهة أو المقصورة كما يتم التداول أيضاً من خلال سوق موازية وهذه السوق تتداول فيها أسهم الشركات غير المقيدة في البورصة.

يتم تداول الأوراق المالية المقيدة وغير المقيدة عن طريق السمسار، إلا أن المقيدة يتم داخل المقصورة أي في البورصة، والغير مقيدة يتم خارج البورصة.

أنواع أوامر التعامل في الأوراق المالية:

يوجد عدة أنواع من أوامر التعامل في الأوراق المالية التي يصدرها المستثمر للسمسار، وهذه الأوامر تختلف باختلاف هدف المستثمر وتوقعاته للأسعار، وبالتالي تتوقف كفاءة وفعالية تلك الأوامر على مدى حسن التوقعات ومن أهم تلك الأوامر:

١/ أوامر السوق: Market Orders

وهي أكثر شيوعاً ووفقاً لها يطلب المستمر من السمسار أن يبيع بأعلى سعر متاح في السوق وأن يشتري بأقل سعر متاح في السوق، وتتميز هذه الأوامر بسرعة تنفيذها.

٢/ الأوامر المحددة: Limited Orders

وفيها يحدد المستمر سعر معين وكمية معينة، لإجراء التعامل خلال فترة معينة، وبالتالي لا يتم تنفيذ تلك الأوامر بسرعة، حيث يكون على السمسار الانتظار حتى يتم تحقيق شروط المستمر خلال المدى المحددة، وإذا انقضت تلك المدة ولم ينفذ الأمر فإن السمسار ينتظر أمر جديد من المستمر.

٣/ أوامر التوقف: Stop Orders

هي أوامر لا يتم تنفيذها إلا إذا بلغ سعر الورقة المالية مستوى معين، وهناك أوامر تتعلق بالبيع وتسمى أوامر التوقف عن الخسارة Stop-Loss Orders، حيث يلتزم السمسار ببيع الورقة إذا انخفض السعر إلي مستوى معين أو أقل، والهدف هو إيقاف مزيد من التدهور في سعر الورقة المالية، وهناك أوامر تتعلق بشراء الورقة المالية Stop-Buy Orders وفيها يلتزم السمسار بشراء الورقة، إذا ارتفع سعرها إلي مستوى معين أو أعلى وذلك للحد من تضاؤل هامش الربح إذا انخفض السعر مرة أخرى.

تخطيط أعمال شركات سمسرة الأوراق المالية:

الشكل القانوني السائد في أغلب هذه الشركات، هو شركات التوصية بالأسهم ويكون في الغالب من يقوم بإدارتها هو مالك أكبر عدد من الأسهم، لذلك تتم مراحل التخطيط وفقاً للخطوات التالية:

١. يضع المدير التنفيذي الأهداف المحددة للشركة منها: تعظيم الربح كهدف رئيس ينبثق منه أهداف فرعية مثال ذلك، كسب ثقة العملاء بالمصداقية في التعامل بناء سمعة طيبة من خلال الشفافية في المعلومات ومراعاة الجوانب الأخلاقية في التعامل.

٢. يضع السمسار التابعين للشركة الخطط التي تغطي فترة زمنية قصيرة قد تكون سنة، تتحدد فيها الأهداف المرحلية، وتترجم هذه الخطط إلي برامج عمل لا تتعدى فترتها الأشهر، ويتم ذلك بناء على تنبؤات وحنكة وخبرة كل منهم.

٣. ترفع هذه الخطط إلي المدير التنفيذي، الذي بدوره يقوم بمراجعتها ودراستها وفقاً لتوقعاته، ويقبلها كما هي أو يقوم ببعض التعديلات.

٤. يقوم بمناقشة تعديلاته وبنود هذه الخطط مع المساهمين الآخرين والسماسرة أيضاً ليتم اعتمادها وتوضع موضع التنفيذ.

٥. تمثل هذه الخطط معايير رقابية على السماسرة بالشركة، لتقييم أدائها والتحقق عن مدى صحة تنبؤاتهم وتوقعاتهم المترجمة لبرامج عمل.



الفصل التاسع

تنظيم أعمال مؤسسات الوساطة المالية والمؤسسات المالية الأخرى

أساسيات التنظيم:

يعد التنظيم وظيفة أساسية من وظائف الإدارة، فالمؤسسة ذات التنظيم الجيد أكثر فعالية من نظيراتها، لأنه في ظل التنظيم الجيد يكون الأفراد أكثر ولاء ويدير المديرون وقتهم بكفاءة وفعالية.

كما تتضمن وظيفة التنظيم الوسائل والأنشطة المختلفة التي تقوم الإدارة من خلالها، بتنسيق مختلف الموارد والإمكانيات المالية والمادية والبشرية المتاحة، لتحقيق أهداف المؤسسة.

كذلك تهدف وظيفة التنظيم إلي تنسيق الجهود من خلال إعداد وتصميم هيكل أو إطار من العلاقات الوظيفية والرئاسية يهدف هذا الإطار إلي تقليل اجتهادات أعضاء التنظيم فيما يتعلق بأداء الأدوار المطلوبة منهم.

تعريف التنظيم:

بالرغم من الاهتمام المتزايد الذي لاقاه موضوع التنظيم، إلا أنه من أكثر المصطلحات عرضة للتضارب في تحديد أو شرح مضمونه، لذلك يمكن عرض هذا التعريف الذي رؤي فيه الشمول تحديد أوجه النشاط والأعمال المطلوب تنفيذها من أجل الوصول إلي أهداف المؤسسة، ثم تجميع هذه الأعمال في شكل وحدات إدارية، وتحديد السلطات والمسئوليات المصاحبة لأداء هذه الأعمال وتحديد العلاقات التي تربط بين هذه الوحدات الإدارية.

كما عرف بعض العلماء التنظيم بأنه الوسيلة التي ترتبط بها أعداد كبيرة من البشر أكبر من أن يتمكن أفردها من لقاء الموجهة المباشرة وينهضون بأعمال معقدة ويرتبطون معاً في محاولة واعية منظمة لتحقيق أغراض متفق عليها.

كما عرفه بعض كتاب الإدارة بأنه كنظام من النشاطات التعاونية عن قصد ووعي لشخصين أو أكثر، وهو يتطلب نظاماً للاتصال ويركز على دور الفرد في المساهمة في التنظيم ودور التنظيم في تحفيزه ودفعه.

كذلك رأي عالم آخر أن التنظيم هو طريقة يتم بموجبها التأكد من أن:

١. العمل اللازم لتحقيق هدف معين يتم تقسيمه إلي أنشطة فرعية، بينما يمكن أن يقوم بها شخص واحد.
٢. لا يوجد ازدواج في العمل.
٣. كل الجهود موجهة نحو الهدف الشامل للمنظمة.

هذا والأصل في الحاجة إلي تنظيم هو ما يتمثل في وجود مشكلة، ذلك أن المشاكل بطبيعتها تتسبب في إنشاء التنظيمات، فالبعض قد يرغب في تحقيق شيء ما لا يستطيع بمفرده تحقيقه، ومن هنا فإن المشاكل وما ينتج عنها من أهداف ينبغي تحقيقها هي التي تبعث على الحاجة إلي تنظيم، ومن هنا تتعدد بتعدد المشاكل والتي بدورها تتعدد بتنوع الحاجات الإنسانية في المجتمع.

أبعاد عملية التنظيم:

وفقاً للتعريفات السابقة يمكن أن نستخلص منه ثلاث أبعاد أساسية لعملية التنظيم:

١. تقسيم الوظيفة الأساسية للمؤسسة إلي عدة وظائف.
٢. تجميع هذه الوظائف في أقسام أو وحدات.
٣. تفويض السلطة للأقسام وللوحدات.

تتضمن عملية تقسيم الوظائف نطاق ومحتوى كل وظيفة على حدة، وتتضمن عملية تجميع الوظائف في أقسام أو وحدات الأسس التي يمكن بناء عليها أن يتم التجميع وكذلك العدد الأنسب للوظائف التي يجب أن يضمها قسم معين، كما يشمل تفويض السلطة توزيع الحق المخصص لاتخاذ القرارات لكل وظيفة على حدة.

كما يمكن أن تم عملية تقسيم الوظائف بعدة طرق، فمثلاً يمكن أن تكون الوظائف متخصصة جداً أو متخصصة إلي حد ما أو يتوافر فيها الحدود الدنيا للتخصص، وكذلك هناك عدة أسس لتجميع الوظائف في أقسام كما يمكن للسلطة أن تكون مركزة في المستويات الإدارية العليا، أو قد تكون موزعة بالتساوي في جميع أرجاء المنظمة أي يمكن للمستويات الإدارية الأولى أن تتخذ قرارات مستقلة.

لذلك تختلف المؤسسات فيما بينها اختلافاً بينا حسب:

١. درجة التخصص في تكوين الوظائف.
٢. أسس تجميع الوظائف في أقسام أو وحدات.
٣. أسلوب توزيع السلطة.

أهمية التنظيم:

١. يعتبر الوسيلة الأولى للمديرين في تنفيذ الخطط ويعمل على تحقيق الربط والتنسيق بين جميع الموارد التنظيمية المادية والبشرية.
٢. تتحدد أدوار العاملين بحيث يعرف كل منهم العمل المطلوب منه القيام به مما يحول دون الاحتكاك والتضارب.
٣. يوضح العلاقات المختلفة بين العاملين بحيث يعرف كل فرد الجهة التي يتبع لها، وهذا يؤدي إلي تحديد الواضح للسلطات والمسئوليات والصلاحيات مما يقلل النزاعات أو يحد منها.
٤. يوفر قنوات واضحة لتبادل المعلومات بأسلوب رسمي معين رغم أنه لا ينبغي ولا يستطيع أن تتجاهل الاتصالات غير الرسمية التي يعكسها التنظيم غير الرسمي في أي تنظيم.

٥. يوضح معايير الأداء المقبولة لكل نوع من الأعمال فتحديد الأدوار يعني بدرجة ما تحديد السلوك والأداء المقبول.
٦. يستفاد من ميزة التخصص مما يؤدي إلي تحسين الأداء وتحقيق أفضل استخدام للطاقات البشرية.

الهيكل التنظيمي:

يقصد بالهيكل التنظيمي الإطار أو البناء الذي تمارس داخله العملية الإدارية بتعقيداتها وعلاقاتها المتشابكة التي تؤدي من أجل بلوغ الهدف المحدد، يجب أن يؤخذ في الاعتبار، مجموعة من القواعد عند تصميم الهيكل التنظيمي وهي:

١. البساطة فكلما كان الهيكل بسيطاً، يمكن فهمه بسهولة، كما يستطيع الأفراد تعمل واجباتهم وأدائها بطريقة أكفأ وفعالة.
٢. المرونة كلما كان الهيكل مرناً كلما أدى إلي سهولة تغيره وفقاً للتغيرات البيئية المستمرة.
٣. الاقتصاد لكي تعمل الوحدات التنظيمية بكفاءة يجب أن تستخدم أقل قدر ممكن من الموارد من خلال تصميم هيكل تنظيمي يراعى الاقتصاد كافة النواحي.
٤. القبول يجب أن يجوز الهيكل التنظيمي القبول لدى كل الوحدات الإدارية ولدى الأفراد الذين يعملون في إطاره، لأن رفضهم يعني فشله وعدم فعاليته.

العوامل المؤثرة على تصميم الهيكل التنظيمي:

من أهم هذه العوامل ما يلي:

١. حجم المؤسسة تتسم الهياكل التنظيمية للمؤسسة الصغيرة بالبساطة، ولكن مع كبر الحجم تزداد أعداد ونوعيات العاملين، بالإضافة إلي خطوط السلطة والمسئولية، تعتقد التنظيمات وتظهر وظائف وأقسام مستحدثة، وتعدد المستويات الإدارية.

٢. عدد ونوعية الأفراد العاملين، كلما زاد عدد العاملين زاد عدد المستويات الإدارية وعدد الأقسام التي تؤدي النشاط الواحد كما أن اختلاف نوعية التخصصات يؤثر على شكل التنظيم.
٣. نوع النشاط الذي تزاوله المؤسسة، يؤثر نوع النشاط على تصميم الهيكل التنظيم للمؤسسة، حيث يختلف الهيكل التنظيمي لمشروع صناعي عن المشروع التجاري أو الخدمي وذلك لاختلاف طبيعة عمل كل منهم وبالتالي تختلف الأنشطة.
٤. درجة التكنولوجيا المستخدمة، لا شك أن درجة التكنولوجيا المستخدمة في المؤسسة تؤثر على هيكلها التنظيمي.
٥. التكلفة يعتبر من العوامل الهامة الذي تضطر فيها المؤسسة لتخفيض عدد المستويات الإدارية، بل يوجد اتجاه عام في الألفية الثالثة بالاتجاه إلي خفض المستويات الإدارية ودمج الوحدات الإدارية المتشابهة في وحدة واحدة بمعنى الاتجاه نحو التبسيط.

خطوات إعداد الهيكل التنظيمي:

يمر تصميم الهيكل التنظيمي الرسمي بالخطوات الآتية:

١. تحديد الأهداف الرئيسية: يعتبر تحديد الأهداف الخطوة الأولى على طريق تصميم الهيكل التنظيمي، وذلك لأن عن طريق هذا الهيكل يتم تحقيق الأهداف، يوجد تعدد لأهداف المؤسسة فينبغي ترتيبها وفقاً لمبدأ أولويات الأهداف، يتحتم مراجعة ترتيب الأهداف حسب أهميتها من وقت لآخر وفقاً للتغيرات الدائمة والتحديات التي تواجه المؤسسة.
٢. تحديد الأنشطة الرئيسية: بعد تحديد الأهداف يتم تحديد الأنشطة اللازمة لتحقيق هذه الأهداف، حيث يتطلب تحقيق الأهداف ممارسة أنشطة معينة، مثال ذلك: الأنشطة اللازمة لبنك ما هي الائتمان، العمليات الخارجية، الخزينة والشئون الإدارية، الحسابات والأوراق والصكوك.

٣. تجميع الأنشطة في وحدات إدارية: بعد تفصيل الأنشطة اللازمة لتحقيق الأهداف سواء كانت المباشرة أو غير المباشرة، يتم تجميع هذه الأنشطة في وحدات إدارية طبقاً لعدة اعتبارات:

- أساس التجميع (العملاء، المناطق، الأنشطة، الوظائف).
- درجة الترابط والتلازم في أداء الأنشطة.
- درجة التجانس بين هذه الأنشطة.
- نطاق الإشراف.
- درجة المركز واللامركزية.

٤. رسم الخريطة التنظيمية: تصوير التنظيم بيانياً كما سنعرضه في مؤسسات الوساطة المالية.

٥. إعداد دليل التنظيم الإداري: يضم هذا الدليل الخرائط التنظيمية والاختصاصات الرئيسية للتقسيمات التنظيمية الرئيسية والسلطات الرئيسية المحددة لها وخطوط الاتصال.

تنظيم أعمال مؤسسات الوساطة المالية:

١/ تنظيم أعمال مؤسسات قبول الودائع (البنوك التجارية):

يعتبر التنظيم الإداري للبنك من أهم المسائل التي تشغل بال المعنيين بالإدارة المصرفية، إذ أن المسئولية الملقاة على عاتق البنك كبيرة، سواء تجاه المتعاملين أو تجاه المجتمع، ويتطلب القيام بأعباء هذه المسئولية وجود تنظيم واضح محدد الواجبات والمسئوليات، وبالشكل الذي يمكن أن يحقق الانسجام بين الجهود العاملة حتى تصل جميعها لتحقيق أهداف البنك.

أ/ المتغيرات المؤثرة على تنظيم البنك:

- وظائف البنك التقليدية، التي أصبحت مجموعة من الاعمال اللصيقة باسم البنك ووجوده لأجيال طويلة مثل قيام البنك بقبول الودائع أو منح القروض.

- يعمل البنك على إرضاء أكبر عدد من العملاء ومسايرة اتجاهاتهم ورغباتهم في تقديم خدمات جديدة باستمرار ويستلزم ذلك إعادة لهيكل التنظيم.
- البنك هو مجموعة من الأفراد الذين لهم مهارات وظرف خاصة.
- تأثير استخدام التكنولوجيا على الأدوات المادية المستخدمة في التنظيم ويتضح هذا التأثير بعد استخدام الحاسبات الالكترونية في أعمال البنوك مما أدى إلي تغير تنظيم الدورة المستندية والأقسام داخل البنك.

ب/ العوامل المؤثرة في الهيكل التنظيمي للبنوك:

- طبيعة السوق التي يخدمها البنك تحدد الاحتياجات المالية للمجتمع إلي حد كبير الشكل التنظيمي لإدارات وفروع البنك إذ أن البنوك الصغيرة التي تتعامل عادة مع مئات الأعمال الصغيرة وودائع الأفراد، يختلف تنظيمها عن البنوك التي تتعامل مع منظمات الأعمال الضخمة، كما أن زيادة أعباء البنك فيما يتعلق بنشاط معين قد يدفعه إلي إنشاء وحدات مستقلة متخصصة تمارس هذا النشاط.
- حجم السوق التي يخدمها البنك يسعة البنكم إلي تحقيق النجاح المنشود بإجتذاب الموارد والعمل على توظيفها بشكل مربح عن طريق التوسع في حجم أصوله وقروضه وفي سعيه للتوسع عليه أن يوظف مجموعة من المتخصصين في مجالات وقروضه، وفي سعيه للتوسع عليه أن يوظف مجموعة من المتخصصين في مجالات مختلفة مثال ذلك: مجالات الإقراض والبيع بالتقسيط والاستثمار وإدارة الأفراد، كما أن في السوق المتنافسة بعالم البنوك تتزايد الحاجة إلي خدمات متخصصة مثل التحليل المالي (اللازمة لعمليات الائتمان) الاستشارات الاستثمارية الخزن الحديدية الخدمات المصرفية الدولية وبالتالي فإن الهيكل التنظيمي وخطوط السلطة سوف تتغير.
- التشريعات المصرفية يضع البنك المركزي قواعد تحكم مدى إمكانية البنك التجاري في فتح الوحدات المصرفية، وعادة تنعكس هذه القواعد على التنويع الجغرافي

لفروع البنك، كما يؤثر على الهيكل التنظيمي للبنك لأن التنظيم يجب أن يتضمن نظاماً للرقابة على الوحدات التابعة والتنسيق فيما بينها.

- التشريعات والنظم الخاصة بالدولة، تؤثر التشريعات النقدية والاقتصادية التي تعدها الدولة، تأثيراً مباشراً على التنظيم الإداري للبنك، وأن أهم الأمثلة على ذلك التشريعات الخاصة بتمصير البنوك، وتحديد حجم معين للبنك قد أدى ذلك إلي إدماج عدد كبير من البنوك في ذلك الوقت، كما أدى تحرير الاقتصاد المصري ودخول القطاع الخاص في العديد من المجالات واهتمام البنوك بجذب تلك الأعمال إلي إنشاء إدارات جديدة بالبنك تهتم بالتسويق المصرفي، وأنشطة الاستثمار وترويج المشروعات مع الزيادة في أعمال أقسام الأوراق المالية.
- المركزية واللامركزية في أعمال البنوك، تعني المركزية منح جهة واحدة (هي المركز الرئيسي للبنك) حق صنع وإصدار القرارات والبت في معظم المسائل المتعلقة بإدارة البنك، وعلى العكس من ذلك تعني اللامركزية منح وحدات البنك سلطات معلقة في التصرف في قبول الودائع أو منح الائتمان وكافة أعمال وتصرفات البنك.

تتمثل أهم مزايا المركزية في:

- الاقتصاد في النفقات.
- التنسيق بين قرارات البنك.
- استخدامه للموارد.
- سهولة الإشراف والرقابة.

وتتمثل أهم مزايا اللامركزية في:

- منح الحرية للوحدات البنك في التصرف بما يساعد على إنجاز الكثير من الأعمال التي تتطلب السرعة في الأداء.
- تدريب الأفراد على القيادة.
- تناسب البنوك الكبيرة وخاصة مع تباعد المسافات بين المركز الرئيسي والفروع.

- التخفيف على عاتق إدارة البنك.
- السماح بتطبيق النظام الجديد وتجربته من خلال أعمال إبتكارية من العاملين بالفروع.

كما لا توجد مركزية مطلقة أولاً مركزية مطلقة في أي بنك إذ تفرض طبيعة أعمال البنك نمط معين من التصرفات إذ أن أعمال البنك تتصف في جوانب عديدة منها بالمخاطرة، وخاصة العمليات المتعلقة بالائتمان والاستثمار، لذا تسعى البنوك عادة إلي وضع محددات في شكل السلطات التقديرية للمستويات الإدارية المختلفة وهي في شكل حدود مكتوبة للتصرف في مجالات الانفاق ومجالات اتخاذ قرارات الائتمان.

ج/ العوامل المؤثرة في درجة المركزية واللامركزية في البنك:

من أهم هذه العوامل ما يلي:

- مدى أهم القرار وأثره على البنك.
- حجم الوحدة المصرفية كما زاد حجم الوحدة المصرفية وتضخمت أعمالها كما احتاجت إلي تفويض جزء من سلطات المركز الرئيسي لمباشرة أعمالها.
- الانتشار الجغرافي لوحدات البنك، حيث أصبح الانتشار سمة من سمات الإدارة المعاصرة، ومع زيادة عدد الوحدات المصرفية يصبح اتخاذ القرارات الإدارية المتعلقة بكل وحدة من هذه الوحدات أمراً عسيراً يحتم تفويض جزء من الاختصاصات.
- مدى الارتباط بوسائل الاتصال والحاسبات الآلية المتطورة كلما قلت عمليات البنك وخدماته وزادت درجة التخصص تزيد درجة المركزية بينما تزيد درجة اللامركزية كلما استطاع البنك أن يوفر لوحداته الكفاءات والمهارات والأدوات القادرة على إنجاز العمل بكفاءة وعادة ما تتبع البنوك نظاماً وسطاً بين المركزية واللامركزية.

د/ مسئوليات وواجبات إدارة البنك:

ترجع المسئولية الأولى والأخيرة لنجاح أو فشل البنك إلي مجلس إدارته إذ أن أوضاعهم الاجتماعية من قريب أو بعيد قد تكون السبب المباشر لما يتمتع به البنك من حجم نشاط معين.

١/ مسئوليات إدارة البنك:

- مسئولية الإدارة تجاه المودعين، يجب أن تتأكد الإدارة من توافر السيولة النقدية الكافية لمقابلة طلبات السحب من جانب العملاء والعمل على تخفيض مخاطر الديون المعدومة للأموال المقرضة إلي أقل حد ممكن، لأن من توقعات المودعين أن من يدير أموالهم لديهم الأمانة والكفاءة الكافية لإدارة هذا العمل.
- مسئولية الإدارة أمام أصحاب حقوق الملكية في البنك يبحثون عن العائد لاستثماراتهم في رأس مال البنك، ولم الحق في أن يتوقعوا أن إدارة البنك يمكن أن تقوده قيادة إيجابية والإشراف على أعماله، إذ يتطلب ذلك برامج لخدمات جديدة يمكن أن يجذب مزيد من العملاء للتعامل مع البنك أو برامج تجتذب نماذج متقدمة من المقترضين.
- مسئولية إدارة البنك أمام الجهات الإشرافية، تتمثل في هذه الجهات الإشرافية في البنك المركزي والمؤسسات النقدية مثلاً، تسأل إدارة البنك عن مدى صحة الحسابات التي تصدرها، مدى تطبيقها للإجراءات المحددة من جانب السلطات النقدية فيما يختص بهامش الائتمان والسيولة وأسعار الفائدة.

٢/ واجبات إدارة البنك:

- صياغة الأهداف بشكل محدد ومختصر حتى يمكن أن يتذكره بسهولة كل من يعملون في البنك، حيث أن على الإدارة وضع الأهداف الإستراتيجية، وتقسيمها إلي مجموعة من الاهداف المرحلية.
- وضع السياسات، إعداد السياسات المكتوبة التي تكفل تحقيق الأهداف والخطط العامة الموضوعة وهي تعتبر بمثابة مرشد للعاملين في التنفيذ.

- التوجيه والإشراف إذا لم يتيسر لإدارة البنك ممارسة التوجيه والإشراف الفعلي فباختبارها لمجموعة قادرة من رجال الإدارة الوسطى يستطيعون أن يضعوا سياسات البنك موضع التنفيذ الفعلي.
- متابعة أعمال اللجان على إدارة البنك تكوين مجموعة من اللجان بقصد تخفيف عبء العمل، والحصول على قرارات مدروسة مثال ذلك: لجان الائتمان والاستثمار، وعادة ما تجنب هذه اللجان أفضل الكفاءات العاملة في البنك.
- جذب الأعمال تستغل إدارة البنك دورها القيادي في المجتمع وعلاقاتها بالمديرين في مختلف المجالات في جذب أعمال جديدة للبنك أو تنمية حجم الأعمال القائمة.
- إنجاز الاعمال اليومية يمارس أعضاء الإدارة تلك الأعمال من خلال عقد اجتماعات دورية وتلقى تقارير منتظمة عن سير العمل والقيام بزيارات ميدانية لمواقع العمل بالبنك لمواجهة المشاكل على الطبيعية.

هـ/ الهيكل التنظيمي للبنك التجاري:

لا يوجد شكل تنظيمي موحد للبنك التجارية وإنما يختلف هذا الشكل باختلاف مزيج الخدمات التي يقدمها البنك، وحجم البنك عوامل أخرى سبق ذكرها، تؤثر على شكل التنظيم الذي يتخذه.

لذلك يوضح الشكل التالي هيكل تنظيمي لبنك تجاري من البنوك الكبيرة الحجم والتي تتنوع خدماتها من خلال تصور للإدارات التي قد يتضمنها والوظائف التي يقوم بها كل قسم داخل هذه الإدارات.

١. مجلس الإدارة، على قمة الهيكل التنظيمي والملاك هم أصحاب الحق في اعتبار أعضاء مجلس الإدارة، كما أن من حقهم التصويت بالنسبة للموضوعات التي تؤثر على التنظيم ككل، ويقوم المجلس بوضع السياسات الخاصة بالبنك، كما يحدد الإدارة المسئولية عن تنفيذ هذه السياسات وأيضاً يراقب أدائها.
٢. رئيس مجلس الإدارة، يختار أعضاء مجلس الإدارة رئيسهم، الذي يكون مسئولاً أمامهم وأمام الجمعية العمومية عن تحقيق أهداف البنك وأول هذه الأهداف العائدة

على استثماراتهم في رأس مال البنك، لذلك تكون دائماً التوقعات بقيادة البنك قيادة ايجابية وإدارة العمل بكفاءة وفعالية، مع استقطاب المهارات المتخصصة من الأفراد لإدارة البنك إدارة كفاءة في ظل المنافسة الشرسة في المجتمع المصرفي.

٣. المدير التنفيذي، يفوض إليه السلطة من رئيس مجلس الإدارة للرقابة على عمليات البنك التي تتم من خلال الإدارات المختلفة.

٤. الإدارات الرئيسية للبنك أربعة إدارات:

أ. إدارة القروض والائتمان، تركز هذه الإدارة أساساً على تقديم الأنواع المختلفة من القروض وبالناسبة للبنوك الكبيرة الحجم لا يكون هناك قسم واحد للقروض وإنما يكون هناك قسم لكل نوع من أنواع القروض على سبيل المثال قسم لقروض الشركات الكبيرة قسم لقروض أصحاب الخدمات المهنية المختلفة قسم لقروض شركات التأمين وقسم للقروض التي تقدم إلي تجار وسماسرة الأوراق المالية، كما أنه يوجد أقسام لكل من القروض الاستهلاكية للعملاء وكذلك للتأجير وإذا كان للبنك تعاملات خارجية يخصص قسم للقروض الأجنبية أو للحسابات الخارجية كما يتم تحليل طلبات الائتمان وقسم الكمبيالات الذي يتم فيه توقيع العميل على أقساط القرض والفائدة، كما يلحق أيضاً بإدارة القروض والائتمان، قسم للشئون القانونية وهو المسئول عن رقابة عمليتا منح الائتمان والتأكد من إذعان البنك للتشريعات والقوانين.

ب. إدارة التمويل، مهمة هذه الإدارة هي الحصول على الأموال التي يستخدمها قسم القروض بأنواعها المختلفة جارية لأجل وادخارية بالإضافة إلي قسم البنوك الأخرى المتعاملة مع البنك والتي يتم الحصول على الأموال فيه من خلال المقاصة بين الشيكات وتقديم الخدمات الاستثمارية لهذه البنوك كما يوجد قسم الاستثمار الذي يختص بالاتجار في الأوراق المالية سواء طويلة أو قصيرة الأجل كما يلحق بهذه قسم التخطيط والتسويق وتقع عليه مهمة تطوير الخدمات المالية وتقديم خدمات جديدة وتسويق هذه الخدمات من أجل النمو والتوسع في المستقبل، كما

يوجد قسم الرقابة والمحاسبة المالية والذي يتولى مراقبة السجلات المالية للبنك والتأكد من سلامة العمليات المحاسبية سواء بالنسبة للتدفق النقدي الداخل أو الخارج.

ج. إدارة العمليات، تتولى شئون البنك والتسهيلات المادية التي يملكها والتي يستخدمها في عملياته اليومية مثل: قسم حفظ السجلات وإجراء التسجيلات الخاصة بكل من الإيداعات أو المسحوبات وكذلك القروض للعديد من الشرائح المختلفة من العملاء، كما يوجد قسم الكمبيوتر أو نظم المعلومات بالإضافة إلي قسم شئون العاملين والذي يختص بكل ما يتصل بالعاملين من تعيين، ترقة، حوافز، تدريب، جزاءات، سجلات وما إلي ذلك، كما يلحق بهذه الإدارة قسم للصرافة سواء صرافة آلية أو بشرية، وقسم للأمن للحفاظ على أموال المودعين وممتلكات البنك يتمثل القسم الأخير في قسم إدارة النقدية والذي يتولى إدارة الرصد النقدي ومتطلبات السيولة اليومية سواء للأفراد أو منظمات الأعمال.

د. إدارة الأموال المؤتمن عليها لدى البنك تتولى مهمة تقديم العديد من الخدمات الائتمانية للأفراد والمنظمات بالإضافة إلي المهمة الرئيسية لإدارة القروض والائتمان وهي تقديم القروض بأنواعها المختلفة على سبيل المثال: الأقسام التي تتولى إدارة أموال التقاعد سواء للعاملين بالبنك نفسه أو للأفراد أو منظمات الاعمال بالإضافة إلي القسم الذي يتولى إدارة شئون الأملاك العينية المملوكة للعملاء مثال الأراضي والمباني، ويوجد القسم الخاصة بتقديم خدمة الاتجار في الأوراق المالية لصالح العملاء وتقديم النصائح والخدمات التسويقية لهم.

تلخيصاً لما سبق، نجد أن البنوك التجارية من خلال العديد من الخدمات التي تقدمها والوظائف التي تؤديها أصبحت مجالاً خصباً للإدارة، حيث يقع على عاتق المديرين إدارة هذه الوظائف بكفاءة وفعالية.

تنظيم أعمال مؤسسات الوساطة التعاقدية (شركات التأمين):

لشركات التأمين دور مزدوج كما سبق أوضحنا فهي شركة تقديم خدمة التأمين لمن يطلبها كما أنها مؤسسة وساطة مالية تحصل على الأموال من المؤمن لهم لتعيد استثمارها في مقابل عائد شأنها في ذلك شأن البنوك التجارية وصناديق الاستثمار.

١. الشكل القانوني لشركة التأمين، تأخذ شكل شركات الأسهم أي شركات المساهمة تكون الملكية في يد حملة الأهم العادية الذين يختارون مجلس الإدارة الذي سيتولى تسيير الشركة، والذين لهم الحق في الريح الصافي الذي تحققه.

٢. الهيكل التنظيمي لشركة التأمين، سبقت الإشارة للدور المزدوج الذي تمارسه شركة التأمين، فإلي جانب وظيفة التأمين التي هي النشاط البارز الذي يجند له جهود السواد الأعظم من العاملين بالشركة هناك وظيفة الاستثمار وهي النشاط الأقل وضوحاً والذي يجند له عدد أقل من العاملين لقد انعكس هذا الدور المزدوج على تنظيم إدارة تلك الشركات يوجد أربعة وظائف رئيسية تضطلع بها إدارة شركة التأمين هي: إدارة العمليات، إدارة التسويق، الإدارة الاكتوارية لتحديد قيمة قسط التأمين ثم إدارة الاستثمار كما يتضح في الشكل التالي للهيكل التنظيمي لشركة التأمين ما، سنتناوله تفصيلاً فيما يلي:

أ. مجلس الإدارة تختار الجمعية العمومية المتمثلة في المساهمين العاديين مجلس الإدارة الذي يكون مسئولاً عن اختيار رئيسية وعن وضع الإستراتيجية في الخطط طويلة وقصيرة الأجل بالإضافة إلي تحديد السياسات الإدارية للشركة ككل كما أن هذا المجلس يكون مسئولاً أمام الجمعية العمومية عند انعقادها عن سير العمل في الشركة مركز الشركة في السوق تحقيق الشركة لأهدافها وتحقيق النتائج المطلوبة من حيث الأرباح والعائد على الاستثمار.

ب. رئيس مجلس الإدارة، يتوقع مجلس الإدارة وأصحاب حقوق الملكية أن يكون لدى رئيس المجلس المهارات المختصصة والأمانة والكفاءة الكافية لإدارة العمل بكفاءة وتحقيق أعلى عائد على استثماراتهم وأكبر ربح واستقرار ونمو للشركة كما يسعى

رئيس مجلس الإدارة مع المدير التنفيذي بوضع برامج لعقد تأمينية جديدة يمكن أن تجذب مزيد من العملاء.

ج. المدير التنفيذي، تكون مهمته الرقابة على عمليات الشركة التي تتم من خلال الإدارات المختلفة كما يفوض إليه السلطة من رئيس مجلس الإدارة، بالإضافة إلي ذلك يتعاون مع مجلس الإدارة ورئيس مجلس الإدارة أي الإدارة العليا في وضع إستراتيجية الشركة والخطط طويلة وقصيرة الأجل وترجمتها إلى برامج عمل ومجموعة من السياسات التي يتم تنفيذها من خلال الإدارات بالشركة.

د. الإدارات الرئيسية للشركة أربع إدارات هي:

١. إدارة العمليات، المهمة الرئيسية لهذه الإدارة هو التحديد الدقيق لقيمة قسط التأمين، بما يمكنها من تغطية التكاليف والتعويضات وتحقيق العائد المطلوب يطلق على هذه المهمة الاكتتاب ويتحدد لها في هذه الإدارة قسم خاص لها، وهي بذلك تعد الوظيفة التي تكفل الحماية لشركة التأمين ضد سوء اختيار عملائها كما أن ناجح شركة التأمين يتوقف إلي حد كبير على نجاح إدارة الاكتتاب في أداء وظيفتها، تواجه وظيفة الاكتتاب بمشكلة رئيسية هي تحديد المعيار الملائم لاختيار وتصنيف المؤمن لهم، وتزداد حدة المشكلة في ظل ظاهرة عدم وضوح العلاقة بين المعايير الحالية وبين قيمة التعويضات المدفوعة لذلك ظهر اتجاه ينادي بإلغاء المعايير وإخضاع كافة المؤمن لهم لمعيار واحد يطبق على الجميع المهمة الثانية لإدارة العمليات هي خدمة العملاء من خلال التعامل مع تكاليف العمليات أي التعويضات التي تدفع للمستفيدين خاصة في وجود الحاسوب والخبراء الاكتواريين، وسرعة تحصيل أقساط التأمين، بما يتيح فرصة استثمارها على وجه السرعة، يتم ذلك من خلال تأجير صندوق للبردي في كل منطقة يوجد بها عدد كاف من المؤمن لهم كما يلحق بهذه الادارة اقسام اخرى كقسم الادارة الاكتوارية ،ثم شئون العاملين.

٢. **إدارة التسويق**: يتضمن التسويق الناجح للخدمة التأمينية تقديم تشكيلات متنوعة وجذابة لوثائق التامين،والوصول الى العملاء المحتملين بأقل تكلفة ممكنة.كم ان تكلفة

تنفيذ الخدمة التأمينية، تتوقف الى حد كبير على الخدمة التسويقية المقدمة.تمثل عمولة الوكلاء القائمين على تسويق الخدمة –على سبيل المثال –حوالى ٤٠٪من اجمتاى تكلفة العمليات، بالإضافة الى مصاريف الاعلان ،تكاليف ابتكار انواع جديدة من وثائق التامين ،وتدريب الوكلاء والاشراف عليهم ،وبالطبع كلما انخفضت التكاليف انخفضت معها اقساط التامين.يلحق بادارة التسويق المختلفة التى تتمثل فى التسويق المباشر او الوكلاء والمنتجون او شركات التامين الاخرى، للاختبار فيما بينهم بما يتفق مع الخدمه التامينية المقدمة. كذلك يوجد قسم لتخطيط الخدمات التامينية يلحق به المخصصين فى الانواع المختلفة لوثائق التامين، والذين يسعون للتعرف على المخاطر الغير تقليدية والتى يتعرض لها الاشخاص لإصدار وثائق بشأنها والترويج عنها لجذب عملاء جدد.

٣. الادارة الإكتوارية: تقوم بالانشطة الأكتوارية لتحديد احتمالات الاخطار حيث يرتبط قسم الامين ارتباطا وثيقا بعمل الخبير الاكتوارى،الذى يمثل فى التقدير احتمالات وقوع الاخطار التى يغطها التامين يعتمد فى ذلك على الدراسة التاريخية لمعدلات وقوع المخاطر المؤمن ضدها ،والمتغيرات التى يتوقع ان يكون لها تاثيرا كبيرا على ربحية شركية التامين.كما تلحق بهذه الادارة قسم لتحليل طلبات العملاء ولتحديد اقساط التامين.

٤. ادارة الاستثمار: تعتبر وظيفة الاستثمار فى شركة التامين اقل وضوحا من وظيفة التامين التى هى النشاط البارز، تعتبر هذه من الادارات الهامة فى الشركات التامين وذلك لتاثير القرارات التى تصدرها على نجاح او فشل الشركة وفقا للعائد الذى سيتم تحققه من وراء هذه الاستثمارات ويلحق بهذه الاداره اقسام لمجالات الاستثمار المختلفة كقسم للاوارق المالية وقسم لصناديق الاستثمار وكذا امناء الاستثمار بالاضافة الى قسم خاص بالاراضى والعقارات التى تشرف عليها وتقوم بشرائها وانشائها الادارة المذكورة.

الفصل العاشر

الرقابة على أعمال مؤسسات الوساطة المالية والمؤسسات المالية الأخرى

أساسيات الرقابة:

يقول الرسول الكريم صلى الله عليه وسلم حاسبوا أنفسكم قبل أن تحاسبوا، صدق رسول الله، وهذه دعوة لضرورة الاهتمام بوظيفة الرقابة كوظيفة من وظائف الإدارة بل لا تنسجب أهمية هذه الوظيفة حسب هذا المفهوم على الحياة الدنيا فحسب ولكنها تمتد وتتسع لتشمل الوقاية من عذاب يوم القيامة، يوم لا ينفع مال ولا بنون.

لذلك، لا تكتمل العملية الإدارية غلا بعد القيام بوظيفة الرقابة، حيث تتميز الأنظمة الإدارية اليوم بكبر الحجم والتشعب والتعقيد، ولا يمكن تحقيق الأهداف دون مراقبة الأداء في كل مجالاته، للتأكد من أن ما يتم وما تم فعلاً لا يحيد بدرجة غير مقبولة عما هو مطلوب إتمامه وتصحيح الانحرافات في حال وقوعها فعلاً.

الرقابة قد يختلف شكلها من نظام مصرفي لآخر ، لكن يمكن تعريفها في الجملة بالآتي:

هي كل جهد أو فعل ذو سمة إشرافية و/ أو رقابية يتم بواسطة السلطة النقدية من خلال أجهزة النظام نفسه أو أي جهات رقابية أخرى ذات صلة ، بغرض خلق واستدامة نظام مصرفي محصن ومتماسك ومتفاعل مع الاقتصاد بحيث يساهم في تحقيق أهداف الأطراف المتعددة المشتركة في الصناعة المصرفية بتوازن مقدر تحقيقاً لأهداف السياسة النقدية والمصرفية على وجه الخصوص، والمساهمة في السياسات الأخرى في تجسيد مطلوبات الخطط الاقتصادية والاجتماعية الكلية.

تعريف وظيفة الرقابة:

رغم عدم وجود مفهوم موحد للرقابة، إلا انه يوجد اتفاق عام على أنها العملية التي يمكن أن ترى بها الإدارة أن ما يحدث هو ما كان ينبغي أن يحدث وإذا لم يكن كذلك فمن الضروري القيام بعدة تصحيحات كما عرفها فايول بأنها تمثل في التحقيق مما إذا كان كل شيء يحدث وفقاً للخطة المستخدمة وللتعليمات الصادرة وللمبادئ التي تم إعدادها ومن اهدافها توضح نقاط الضعف والأخطاء بغرض منع تكرارها ويمكن تطبيقها على شكل شيء كالمواد والناس والتصرفات.

أنواع وأشكال الرقابة:

هناك أنواع من الرقابة التي تمارسها السلطات الرقابية على المؤسسات المالية نجملها في الآتي:

١- رقابية احترازية ووقائية

تهدف لتأسيس جهاز مصرفي أو مؤسسة مالية قوية مقاومة لكل الهزات الاقتصادية ، الداخلية والخارجية ، وتنبأ باتجاهات الأداء المالي، ولها القدرة على كشف ضعف الأداء والاختلالات مبكراً ، بأجهزتها الفعالة مستعملة نظام الإنذار المبكر.

٢- رقابة علاجية وإصلاحية:

تكون غالباً بعد مباشرة المؤسسة المالية لعملها ، وهى عبارة عن عمليات التدقيق والتحليل والمتابعة لتصويب أخطاء التطبيق ، ولتنفيذ الأسس والضوابط والشروط المتفق عليها بقانون أو لوائح أو منشورات أو حتى حسب العرف المصرفي وهى نوعان:

أ. رقابية غير مباشرة: تعتمد على الرواجع الشهرية والبيانات الدورية وتحليلها واستخلاص الموجهات والنتائج منها:

ب. رقابية مباشرة: تعتمد على وجود فرق تفتيش تابعة للسلطات الرقابية بالمؤسسة المالية ، أو فرق مراجعة داخلية أو خارجية.

هذا وقد تتداخل هذه الأنواع من الرقابة ، وقد يكون الهدف منها موسعاً شاملاً أو محدوداً لا يتجاوز مدى التأكد من التزام المؤسسة المالية بالضوابط والأوامر الصادرة من السلطات الرقابية أو حسب الطلب

أهداف الرقابة المصرفية:

تستهدف الرقابة خلق بيئة مصرفية مالية مواتية ومساعدة تمكن المؤسسات المالية التى تباشر أعمالاً مصرفية من تحقيق أهدافها وأهداف المتعاملين معها ، مع تحقيق الأهداف الكلية للاقتصاد من خلال الأهداف الوسيطة الآتية:

أ. حماية حقوق المودعين والدائنين والمساهمين بحيث يكون للمصرف فى وضع سلامة وملاءمة مالية لمقابلة سحوبات أصحاب الودائع بحسب الطلب أو الأجل وتأمين المصرف من حالات الإعسار ، وذلك بفرض قدر أدنى من:

١) نسب كفاية رأس المالي.

٢) نسب الاحتياطي القانوني.

٣) نسب السيولة.

٤) نسب حصص الأرباح والمخصصات والإهلاكات.

ب. تأسيس عناصر تأمين مستدامة من خلال نظام الإنذار المبكر للتنبيه للانحرافات والاختلالات التي تشكل مهدداً للسلامة المالية للمصرف.

ج. بسط الوعي المصرفي الشمولي للمتعاملين بالمصارف عامة وللعاملين بالمصارف خاصة

د. وضع الأطر القانونية واللوائح والمنشورات والتدابير التي تبين الحقوق والالتزامات.



المصادر والمراجع

أولاً: المراجع والمصادر بالعربية

١. أ. محمد شفيق طيب وزملاؤه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المستقبل للنشر، عمان ١٩٨٩م.

٢. أ. مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، معهد الدراسات المصرفية – الأردن عمان، ١٩٨٨م.

٣. أ. مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، معهد الدراسات المصرفية، الأردن عمان، ١٩٨٨م.

٤. إبراهيم حسن، مبادئ النظرية الاقتصادية، دار النهضة العربية، بيروت، ١٩٦٩م.

٥. أبو خضير بسام وآخرون، مدخل إلى علم الاقتصاد، دار الكندي للنشر والتوزيع، إربد، ١٩٨٩م.

٦. ابوبكر، مصطفى محمود، (١٩٩٩م)، "المنشآت العائلية ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني"، ورقة عمل مقدمة للمجلس الأعلى للجامعات، اللجنة العلمية الدائمة لإدارة الأعمال، مؤتمر الاتجاهات الحديثة في إدارة الأعمال،٢٩-٣٠ ابريل، ص ص ٤٠٢:٤٠٣.

٧. الانصاري، اسامة،(١٩٨٩)،"الأساليب الحديثة في إدارة المصارف التجارية – مدخل إداري" دار القلم للنشر والتوزيع، دبي،الأمارات العربية، ص ٢٥-٢٨.

٨. الأنصاري، أسامة،(١٩٨٩)م،"الأساليب الحديثة في إدارة المصارف التجارية – مدخل إداري" دار القلم للنشر والتوزيع، دبي، الإمارات العربية،ص ص ٢٥-٢٨.

٩. أنطوان،نجيب،والعزاوي محمد ١٩٧٩م "المحاسبة الإدارية" الدار الوطنية للطباعة، بغداد.

١٠. البطل، منى محمد أبراهيم، (١٩٩٨)م،"تقييم أداء شركات سمسرة الأوراق المالية".
١١. البطل، منى محمد إبراهيم،(١٩٩٨)،"تقييم أداء شركات سمسرة الأوراق المالية".
١٢. البطل، منى محمد إبراهيم،(ب،ت)؛" مبادئ إدارة الإنتاج والعمليات"، ب.ن، ص ص ١٦٥-١٥٧.
١٣. البطل، منى محمد إبراهيم،أكتوبر١٩٩٩،"الأساليب التنظيمية للربط بين البورصات"،بحث مقدم للترقية لأستاذ مساعد، ص ص٩-١٠.
١٤. البطل،منى محمد إبراهيم،(ب،ت)؛"مبادئ إدارة الأنتاج والعمليات"،ب.ن، ص ص ١٦٥-١٥٧.
١٥. بكير،جلال محمد،١٩٧٠م"الإدارة العلمية للمشتريات والمخازن" مطبعة جامعة القاهرة.
١٦. البلقيني، محمد توفيق، جمال عبد الباقي واصف ومحمد عبد الطيف زايد،أبريل٢٠٠٤،" استخدام أسلوب تحليل البيانات المتداخلة في قياس الكفاءة الإنتاجية بالتطبيق على شركات التأمين المصرية"، المؤتمر العلمي السنوي العشرون الدولي"صناعة الخدمات في الوطن العربي رؤية مستقبلية"،جامعة المنصورة كلية التجارة في الفترة من ٢٠ حتى٢٢ أبريل٢٠٠٤، ص ص٢-٣.
١٧. البلقيني،محمد توفيق،جمال عبد الباقي واصف ومحمد عبد الطيف زايد،ابريل٢٠٠٤،"استخدام أسلوب تحليل البيانات المتداخلة في قياس الكفاءة الإنتاجية بالتطبيق على شركات التأمين المصرية"،المؤتمر العلمي السنوي العشرون الدولي"صناعة الخدمات في الوطن العربي رؤية مستقبلية"،جامعة المنصورة كلية التجارة في الفترة من ٢٠حتى٢٢ابريلم٢٠٠٤، ص ص٢-٣.
١٨. البلقيني،محمد توفيق،جمال عبد الباقي واصف ومحمد عبد الطيف زايد،أبريل٢٠٠٤م،"استخدام أسلوب تحليل البيانات المتداخلة في قياس الكفاءة الإنتاجية بالتطبيق على شركات التأمين المصرية"،المؤتمر العلمي السنوي العشرون

الدولي"صناعة الخدمات في الوطن العربي رؤية مستقبلية"،جامعة المنصورة كلية التجارة في الفترة من ٢٠حتى٢٢أبريل٢٠٠٤م، ص ص٢-٣.

١٩. التهامي،عبد المنعم (١٩٨٤)، "التمويل مقدمة في المنشآت والأسواق المالية"،مكتبة عين شمس،القاهرة، ص ص٣٥-٣٨.

٢٠. التهامي،عبد المنعم(١٩٨٤)،"التمويل مقدمة في المنشآت والأسواق المالية"،مكتبة عين شمس،القاهرة،ص ص٣٥-٣٨.

٢١. التهامي،عبد المنعم(١٩٨٤م)،"التمويل مقدمة في المنشآت والأسواق المالية"،مكتبة عين شمس،القاهرة،ص ص٣٥-٣٨.

٢٢. التواري، سيد ١٩٧٦م، ١٩٩٠م، الإدارة المالية منهج اتخاذ القرارات".

٢٣. توفيق، جميل أحمد، ١٩٨٦م، "الإدارة المالية" القاهرة.

٢٤. الجاسم،عبد الغني نصيف،١٩٧٣،"إدارة المخازن بين النظرية والتطبيق"

٢٥. جامع أحمد، النظرية الاقتصادية، ج٢ ، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٧٥م.

٢٦. جامع أحمد، النظرية الاقتصادية، ج٢، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٧٥م.

٢٧. جلال، أحمد فهمي(٢٠٠٤)،"مبادئ التنظيم وإدارة الاعمال"، ب.ن، ص ص١٧٥-١٧٠

٢٨. جلال،احمد فهمي(٢٠٠٤)،"مبادئ التنظيم وإدارة الأعمال"،ب.ن، ص ص١٧٥-١٧٠.

٢٩. جلال،احمد فهمي(٢٠٠٤)،"مبادئ التنظيم وإدارة الأعمال"،ب.ن، ص ص١٧٥-١٧٠.

٣٠. الحافظ،عزيز،١٩٧٠م"المحاسبة الإدارية" مطبعة المعارف بغداد.

٣١. حسن سهير السيد، النقود والتوازن النقدي، الإسكندرية، ١٩٨٥م.

٣٢. حميد،محمد عثمان إسماعيل،(١٩٩٣)،"أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"دار النهضة العربية،القاهرة،ص٧٤.

٣٣. حميد،محمد عثمان إسماعيل،(١٩٩٣)،"أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"دار النهضة العربية،القاهرة،ص٧٤.

٣٤. حميد،محمد عثمان إسماعيل،(١٩٩٣)،"أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"دار النهضة العربية،القاهرة،ص٧٤.

٣٥. الحناوي،محمد صالح والسيدة، عبدالفتاح عبدالسلام،(١٩٩٨)، (المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية) الدار الجامعية الاسكندرية، ص ص٥٣-٥٥

٣٦. الحناوي،محمد صالح والسيدة،عبد الفتاح عبد السلام،(١٩٩٨)،(المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية) الدار الجامعية الإسكندرية،ص ص٥٣-٥٥.

٣٧. الحناوي،محمد صالح والسيدة،عبد الفتاح عبد السلام،(١٩٩٨)،(المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية) الدار الجامعية الإسكندرية،ص ص٥٣-.٥٥

٣٨. الحناوي،محمد صالح والسيدة،عبد الفتاح عبد السلام،(١٩٩٨م)،(المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية) الدار الجامعية الإسكندرية،ص ص٥٣-٥٥.

٣٩. الحناوي،محمد،١٩٨٣م"قرارات في دراسات جدوى المشروع وسياسات الاستثمار"، المكتب المصري الحديث.

٤٠. د. جميل أحمد توفيق أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان.

٤١. د. جميل أحمد توفيق أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان.

٤٢. د. جميل أحمد توفيق، مذكرات في الإدارة المالية، (الإسكندرية:دار الجامعات العربية،١٩٧٠م).

٤٣. د. جميل توفيق، محمد صالح الحناوى، الإدارة المالية في المشروعات التجارية، (القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٧٨م).

٤٤. د. خيرت ضيف، الميزانيات التقديرية، دار النهضة العربية، بيروت ١٩٩٠م.

٤٥. د. زياد رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار صفاء للنشر، الطبعة الرابعة، ١٩٩٦م.

٤٦. د. زياد رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، قسم إدارة الأعمال الجامعة الأردنية، ١٩٨٢م.

٤٧. د. زياد رمضان، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، مطبعة الصفدي، عمان، ١٩٨٩م.

٤٨. د. زياد رمضان، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، مطبعة الصفدي، عمان، ١٩٨٩م.

٤٩. د. شوقى حسين عبدالله، التمويل والإدارة المالية، (القاهرة:دار النهضة العربية،١٩٨٠م).

٥٠. د. صديق محمد عفيفي، مقدمة في إدارة الأعمال، (أسيوط ، مكتبة الطليعة، ١٩٧م).

٥١. د. عاطف عبيد، مصادر تمويل المشروعات، (القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٨٠م).

٥٢. د. عبد المعطي محمد عساف، إدارة المشروعات العامة، مطابع القبس التجارية، الكويت، ١٩٠م.

٥٣. د. عبد المعطي محمد عساف، إدارة المشروعات العامة، مطابع القبس التجارية، الكويت، ١٩٠م.

٥٤. د. محمد أحمد المرزوقى، د. جمال الدين محمد المرسى، إدارة المنشآت المتخصصة، القاهرة، ٢٠٠٥م.

٥٥. د. محمد حسن يس، التحليل المالي لغير المحاسبين، (القاهرة: دار الشعب، ١٩٧٦م).

٥٦. د. محمد سيد هواري، الإدارة المالية، القاهرة، مطابع المدني، ١٩٧٣م.

٥٧. د. محمد سيد هواري، الإدارة المالية، القاهرة، مطابع المدني، ١٩٧٣م.

٥٨. د. محمد صالح الحناوي، د. جميل أحمد توفيق، الإدارة المالية، الإسكندرية، دار المعارف المصرية.

٥٩. د. محمد عثمان إسماعيل، أساسيات التمويل الإدارى واتخاذ القرارات الاستثمارية.
٦٠. د. محمد عفيفي حمودة، تحليل القرارات والنتائج المالية، (القاهرة: مكتبة عين شمس).
٦١. د. محمد مطر، التحليل المالي، الاساليب والأدوات المستخدمة، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الطبعة الاولى، ١٩٩٧م.
٦٢. د. محمد يونس خان، د. هشام غرايبة، الإدارة المالية، دار جون وإيلي وأولاده، إنجلترا، ١٩٨٦م.
٦٣. د. محمد يونس خان، د. هشام غرايبه، الإدارة المالية، دار جون وإيلي وأولاده، إنجلترا، ١٩٨٦م
٦٤. د. يسرى خضر إسماعيل، التمويل والإدارة المالية (القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٨٣م).
٦٥. رفاعي،رجب حسنين محمد،٢٠٠٤، (إدارة الأعمال – المدخل والنظريات والوظائف)،ب.ت،ص ص٢٧-٢٨
٦٦. رفاعي،رجب حسنين محمد،٢٠٠٤، (إدارة الأعمال – المدخل والنظريات والوظائف)،ب.ت،ص ص٢٧-٢٨.
٦٧. السامري،عدنان هاشم،١٩٨٠م،"إدارة رأس مال التشغيل في بعض منشآت المؤسسة العامة لتجارة السلع الاستهلاكية" رسالة ماجستير مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد جامعة بغداد،غير منشورة.
٦٨. سويلم،ب.ت.،(إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية)،ب.ن، ص ص ١٠-١١.
٦٩. سويلم،ب.ت.،(إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية)،ب.ن،ص ص ١٠-١١.
٧٠. شرف كمال، النقود والمصارف، جامعة دمشق، ١٩٨٨م.

٧١. الشماع، خليل، ١٩٧٥م، "الإدارة المالية" مطبعة الزهراء، بغداد.

٧٢. الشـمخي،حمزة١٩٧٧م،"ربحيـة منشـآت الصـناعة التمويليـة في القطـاع العـام في العراق".

٧٣. الشمرى ناظم محمد نوري، النقود والمصارف، جامعة الموصل، ١٩٨٨م.

٧٤. الشمري ناظم محمد نورى، النقود والمصارف، جامعة الموصل، ١٩٨٨م.

٧٥. شيخة مصطفي رشدي، الاقتصاد النقدي والمصـرفي، الـدار الجامعيـة، بـيروت، ١٩٨١م.

٧٦. شيخة مصطفي رشدي، الاقتصاد النقدي والمصـرفي، الـدار الجامعيـة، بـيروت، ١٩٨١م.

٧٧. عبد الحميد،طلعت اسعد،ب.ت،(ادارو البنوك المتكاملة- الحل العصـري لكافـة المشاكل المتعلقة بالمال)،ص ص٢٠-٢٢.

٧٨. عبدالحليم كراجـه ورفاقـه، الإدارة الماليـة بـين النظريـة والتطبيـق، دار الأمـل، الطبعة الثانية ١٩٩٨م.

٧٩. عبدالحميد، طلعت اسعد، ب.ت،(إدارة البنوك المتكاملة- الحل العصري لكافـة المشاكل المتعلقة بالمال)،ص ص٢٠-٢٢.

٨٠. عطية،طاهر مرسي،٢٠٠٣،(أصول الإدارة للطالب والمدير)،ب.ن، ص١٣-١٧

٨١. عطية،طاهر مرسي،٢٠٠٣،(أصول الإدارة للطالب والمدير)،ب.ن، ص١٣-١٧.

٨٢. علوني زياد، نقود ومصارف، جامعة حلب، ١٩٨١م.

٨٣. على محمد رابعة، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الأردن ١٩٨٩م.

٨٤. على محمد رابعه، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الأردن ١٩٨٩م.

٨٥. قريض صبحي تادرس، ويونس محمود، مقدمة في علـم الاقتصـاد، دار النهضـة العربية، بيروت، ١٩٨٤م.

٨٦. محمد زكى، شافعي، مقدمة في النقـود والبنـوك، دار النهضـة العربيـة، القـاهرة، ١٩٦٤م.

٨٧. محمد زكى، شافعي، مقدمة في النقـود والبنـوك، دار النهضـة العربيـة، القـاهرة، ١٩٦٤م.

٨٨. مركز صالح كامل، "الشركات العامة في مجال الأوراق الماليـة"،جامعـة الأزهـر،٨ يوليو ١٩٩٧م،ص ص٤٤-٤٥.

٨٩. مصـطفي،محمد عبـده محمـد،(١٩٩٨)م،"كيفيـة التعامـل في البورصـة والأوراق المالية"، مركز الاهرام للاستشارات،القاهرة ذكرة،ص١٧.

٩٠. مفلح عقيل، مقدمة في الإدارة المالية، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الطبعـة الأولى ١٩٨٩م.

٩١. مكاوي، نادية أبوفخرة، (١٩٩٠)م،(اتجاه معاصر في ادارة المنشـئت والأسـواق المالية(منهج شامل))، مكتبة النهضة العربية،القاهرة،ص ص١٦٧-١٧٢.

٩٢. منى محمد إبراهيم،أكتوبر١٩٩٩،"الأساليب التنظيمية للربط بين البورصات"،بحـث مقدم للترقية لأستاذ مساعد،ص ص٩-١٠.

٩٣. هاشم إسماعيل محمد، مبادئ الاقتصاد التحليلي، دار النهضة العربيـة، بـيروت، ١٩٧٨م.

٩٤. هنـدى،منير ابـراهيم ١٩٩٨م، (ادارة المنشـآت الماليـة)، المعـارف بالأسـكندرية: ص١٢-١٥.

ثانياً: المراجع والمصادر بالإنجليزية:

1. Gambino، Ameflio، Le Credit dans L'economie Modern، Bibliotheque d'economie Contemporaine، P.U.F، Paris، 1967.
2. L. Harris. Monetary Theory، McGraw Hill Book Company، New York، 1985.
3. David Gowland. Money ، Inflation and Unemployment، 2nd Edition ، Prentice-Hall، England، 1991.

4. Guitton، H.، La Monnaie، Dalloz، Paris، 1969.
5. Alsammarre، Adnan، H، 1990"A study of behavioral aspects in the budgetary control process"،ph.D،the thesis، Economics and Management Dept،keel University،U.K.
6. Block& A. Hirt ، Foundation of Financial Management، (N.Y.، Richard D. Irwin، INC.، 1981).
7. Block& A. Hirt، Foundation of Financial Management، (N.Y.، Richard D. Irwin، INC.، 1981).
8. Bryce. M. Industrial Development McGraw-Hill ، N. York، 1960.
9. Bryce. M. Industrial Development McGraw-Hill ، N. York، 1960.
10. Committee،Thomas،1972،"managerial Financial for the Seventies"McGrow-Hill.Inc
11. Corroh.words،1970"Principles of Financial Management "mc Grow Hill ،New York.
12. Curtis W. Symonds، Basic Financial Management، (New York: Advision of American Management Association، 1978).
13. Curtis W. Symonds، Basic Financial Management، (New York: Advision of American Management Association، 1978).
14. Curtis W. Symonds، Basic Financial Management، (New York: Advision of American Management Association، 1978).

15. David Gowland. Money ، Inflation and Unemployment، 2nd Edition ، Prentice-Hall، England، 1991.
16. Dennis، P. Curtin and Jeffrey R. Alves، Controlling Financial for higher Profits، (Curtin London، INC.، 1983).
17. Dennis، P. Curtin and Jeffrey R. Alves، Controlling Financial for higher Profits، (Curtin London، INC.، 1983).
18. Dennis، P. Curtin and Jeffrey R. Alves، Controlling Financial for higher Profits، (Curtin London، INC.، 1983).
19. E.F. Brigham، Fundamentals of Fin. Management. ، 6th ed. University of Florida، U.S.A، 1992.
20. E.F. Brighan ، Fundamentals of Fin. Manage. ، 6th ed. University of Florida ، U.S.A، 1992.
21. Erish A. Helfert ، Techniques of Financial Analysis ، (Illinois: Richard D. Irwin، INC.، 1972).
22. Erish A. Helfert ، Techniques of Financial Analysis ، (Illinois: Richard D. Irwin، INC.، 1972).
23. Erish A. Helfert ، Techniques of Financial Analysis ، (Illinois: Richard D. Irwin، INC.، 1972).
24. Eugen F.Brighman and R.Brue Ricks.1968."Reading In Essentials of Managerial Finance.Holt ،Rinehort and Winston.Inc، New York
25. Eugene F. Brigham، Fundamentals of Financial Management، (Illinois
26. Eugene F. Brigham، Fundamentals of Financial Management، (Illinois: The Dryden Press، 1978).

27. Eugene F. Brigham، Fundamentals of Financial Management، (Illinois: The Dryden Press، 1978).
28. Finny and Millers 1965.Principles of Accounting in Termediat" 6th ed. Englewood Cliffs<Printing-Hall ،Inc
29. Firth، Micheal.1976."Mnabement of working Capital: MacMillan Press Ltd.London.
30. Fracis، J.C، 1981"Investments Analysis and Management "Mecrow –Hall New York.
31. Gambino، Ameflio، Le Credit dans L'economie Modern، Bibliotheque d'economie Contemporaine، P.U.F، Paris، 1967.
32. George N. Engler & John A. Boquirt، Cases in Managerial Finance، (Texas: Business Publications، INC. ، 1982).
33. George N. Engler & John A. Boquirt، Cases in Managerial Finance، (Texas: Business Publications، INC. ، 1982).
34. Guitton، H.، La Monnaie، Dalloz، Paris، 1969.
35. James C. Van Horne، Fundamentals Financial Management، (N.Y.Prentice-Hall، INC.، Third، e.d.، 1977).
36. James C. Van Horne، Fundamentals Financial Management، (N.Y.Prentice-Hall، INC.، Third، e.d.، 1977).
37. James Van Horne، Financial Management and Policy، (London: Prentice-Hall International، INC، 1977).
38. John J. Hampton، Financial Decision Making، (New York: Prentice-Hall of India، 1977).

39. John J. Hampton، Financial Decision Making، (New York: Prentice-Hall of India، 1977).
40. Kroncke، Memmers & Grunewald، Managerial Finance Essentials (N.Y.، West Publishing Co.، Second، E.D.، 1987).
41. Kroncke، Memmers & Grunewald، Managerial Finance Essentials (N.Y.، West Publishing Co.، Second، E.D.، 1987).
42. L. Harris. Monetary Theory، McGraw Hill Book Company، New York، 1985.
43. S.C. Kuchel ، Fin-Manage. Indian I.M Ahmed abaci 1988.
44. S.C. Kuchel ، Fin-Manage. Indian I.M Ahmedabaci 1988.
45. Stanley B. Block، Foundation of Financial Management، (Illinois: Richard D. Irwin، INC.، Homewood، 1978).
46. Stanley B. Block، Foundation of Financial Management، (Illinois: Richard D. Irwin، INC.، Homewood، 1978).
47. Sylvan D. Sch. Elements of Fin. Analysis، VNB comp. ، N. York ، 1984.
48. Sylvan D. Sch. Elements of Fin. Analysis، VNB comp. ، N. York ، 1984.
49. Wright Leonard، Financial Management Analytical Techniques، (N.Y.Grid.، INC.، 1974).
50. Wright Leonard، Financial Management Analytical Techniques، (N.Y. Grid. ، INC.، 1974).

المحتويات

إدارة المنشآت المالية

الاستاذالدكتور محمد الفاتح محمود بشير المغربى



عمان - العبدلي - مركز جوهرة القدس التجاري
تلفاكس: ٠٠٩٦٢ ٦ ٤٦٥٩٨٩١ - خلوي: ٠٠٩٦٢ ٧ ٩٥٧٤٧٤٦٠ - ٠٠٩٦٢ ٧ ٩٦٢٩٥٤٥٧
ص.ب ٩٢٧٤٨٦ عمان ١١١٩٠ الأردن
E-mail: dar_jenan@yahoo.com

Cover design: Samir Alawneh
079 732 9119